

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku cyklického odvětví vybranými metodami a jejich komparace
Valuation of cyclical sector company selected methods and their comparison

Student: Bc. Michaela Krejsová
Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Zmeškal Zdeněk

Ostrava 2011

Prohlášení

Místopřísežně prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracovala samostatně a uvedla v ní veškerou literaturu a ostatní zdroje, které jsem použila.

V Ostravě dne 10. dubna 2011

.....
Podpis

Obsah

1 ÚVOD	1
2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA A POPIS METOD OCEŇOVÁNÍ.....	3
2.1 SBĚR DAT.....	4
2.2 STRATEGICKÁ ANALÝZA	5
2.2.1 VNĚJŠÍ POTENCIÁL	6
2.2.2 VNITŘNÍ POTENCIÁL.....	7
2.2.3 PROGNÓZA TRŽEB OCEŇOVANÉHO PODNIKU.....	7
2.3 FINANČNÍ ANALÝZA	8
2.3.1 METODY FINANČNÍ ANALÝZY	8
2.3.2 POMĚROVÉ UKAZATELE	9
2.3.3 PYRAMIDOVÝ ROZKLAD.....	15
2.3.4 SOUHRNNÝ MODEL HODNOCENÍ FINANČNÍ ÚROVNĚ	17
2.4 SWOT ANALÝZA	17
2.5 FINANČNÍ PLÁN.....	18
2.6 METODY OCEŇOVÁNÍ PODNIKU	19
2.6.1 METODY DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ (DCF)	21
2.6.2 VOLBA ČASOVÉHO VYMEZENÍ VÝNOSOVÝCH METOD	25
2.6.3 METODA KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ	26
2.6.4 METODA EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY	27
2.6.5 SPECIFIKA OCENĚNÍ FIRMY CYKLICKÉHO ODVĚTVÍ.....	28
3 ANALÝZA TRHU A CHARAKTERISTIKA OCEŇOVANÉ CYKLICKÉ SPOLEČNOSTI.....	30
3.1 CHARAKTERISTIKA CYKLICKÉHO ODVĚTVÍ.....	30
3.2 VÝVOJ STAVEBNÍHO PRŮMYSLU V ČESKÉ REPUBLICE.....	31
3.3 PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI	33
3.4 STRATEGICKÁ ANALÝZA	34
3.4.1 VNĚJŠÍ POTENCIÁL	34
3.4.2 VNITŘNÍ POTENCIÁL.....	40
3.4.3 PROGNÓZA TRŽEB	45
3.5 FINANČNÍ ANALÝZA.....	47
3.5.1 VERTIKÁLNÍ A HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA	47
3.5.2 ANALÝZA POMĚROVÝCH UKAZATELŮ.....	51
3.5.3 PYRAMIDOVÝ ROZKLAD ROE.....	54
3.5.4 INDEX DŮVĚRYHODNOSTI	56

3.6	SWOT ANALÝZA	57
4	OCENĚNÍ CYKICKÉ SPOLEČNOSTI VYBRANÝMI METODAMI A JEJICH KOMPARACE.....	58
4.1	PLÁN GENERÁTORŮ HODNOTY	58
4.1.1	PLÁN TRŽEB	58
4.1.2	PROVOZNÍ ZISKOVÁ MARŽE	59
4.1.3	ČISTÝ PRACOVNÍ KAPITÁL.....	59
4.1.4	PLÁN INVESTIC	59
4.2	SESTAVENÍ FINANČNÍHO PLÁNU.....	60
4.3	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI METODAMI DCF ENTITY A DCF EQUITY	62
4.3.1	STANOVENÍ VOLNÝCH FINANČNÍCH TOKŮ.....	62
4.3.2	VYMEZENÍ NÁKLADŮ KAPITÁLU.....	63
4.3.3	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU METODOU DCF ENTITY.....	64
4.3.4	STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU METODOU DCF EQUITY.....	65
4.3.5	ANALÝZA CITLIVOSTI NA VÝCHOZÍ HODNOTU TRŽEB	66
4.4	OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI METODOU KAPITALIZOVANÝCH ZISKŮ.....	67
4.5	SHRNUTÍ VÝSLEDKŮ OCENĚNÍ A KOMPARACE POUŽITÝCH METOD OCENĚNÍ	68
5	ZÁVĚR.....	70
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	72
	SEZNAM ZKRATEK	
	PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE	
	SEZNAM PŘÍLOH	
	PŘÍLOHY	

1 Úvod

Oceňování je jednou z významných oblastí finančního řízení firem. Pro stanovení hodnoty firmy jsou vyžadovány jak vědomosti teoretické, týkající se oceňovacích metod a způsobu jejich použití, tak znalosti z praktického řízení podniku. V rámci odhadování hodnoty podniku je důležité uvést důvod a účel ocenění, tedy z jakého důvodu je oceňováno a pro koho je určeno. Klíčovými faktory správného ocenění podniku jsou kvalita a rozsah vstupních informací, na základě kterých je ocenění prováděno, individuální přístup oceňovatele a v neposlední řadě volba metody ocenění. Výsledky ocenění se mohou značně lišit v závislosti na zvolené metodě ocenění a předpokladech, ze kterých se vychází. Z tohoto důvodu by ocenění firmy mělo odpovídat hodnotě, která je výsledkem kombinace hodnot získaných z více oceňovacích postupů.

V souvislosti s oceňováním je posuzováno prostředí, ve kterém se společnosti pohybují. S růstem citlivosti firmy na vývoj vnějšího prostředí se také zvýrazňuje závislost hodnoty firmy na vývoji makroekonomických veličin, především na vývoji ukazatele hrubého domácího produktu.

Cílem diplomové práce je provést ocenění společnosti ABC, s.r.o., která je firmou cyklického odvětví, pro věřitele ke dni 1. 1. 2010.

K dosažení cíle je práce rozčleněna do pěti kapitol. Úvodní kapitola je zaměřena na teoretická východiska oceňování podniku a popis metod oceňování. Nejdříve je teoreticky popsán postup oceňování, jehož dílčí kroky představují sběr dat, strategická analýza zaměřená na analýzu vnějšího a vnitřního prostředí, finanční analýza, SWOT analýza a sestavení finančního plánu. Následně jsou popsány metody oceňování, hlavní důraz je věnován metodám výnosovým.

Třetí kapitola je věnována charakteristice a způsobu ocenění cyklických odvětví, vývoji stavebního průmyslu v České republice a detailnímu seznámení s firmou ABC, s.r.o. Dále je v rámci této kapitoly provedena strategická analýza společnosti, jejíž výsledkem je odhad budoucích tržeb společnosti ABC, s.r.o., finanční analýza zaměřená na absolutní ukazatele a vybrané poměrové ukazatele včetně pyramidového rozkladu rentability vlastního kapitálu a souhrnného indexu hodnocení finanční pozice firmy. Jako shrnutí strategické a finanční analýzy je vytvořena SWOT analýza, analýza silných a slabých stránek, příležitostí a ohrožení firmy ABC, s.r.o.

V kapitole čtvrté je provedeno ocenění společnosti ABC, s.r.o. vybranými metodami, kterými jsou dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků a metoda kapitalizovaných zisků. Pro účely ocenění jsou v této kapitole stanoveny volné peněžní toky do budoucna a náklady kapitálu. Následně je také provedena citlivostní analýza hodnoty podniku na změnu vstupních údajů. Závěr kapitoly je věnován shrnutí zjištěných výsledků a závěrečnému vyhodnocení.

2 Teoretická východiska a popis metod oceňování

Základní právní předpis zabývající se oceňováním podniků v ČR je zákon č. 151/1997 Sb., oceňování majetku a o změně některých zákonů (zákon o oceňování majetku) v současné době novelizován zákony č. 121/2000 Sb., č. 237/2004 Sb. a č. 257/2004 Sb. Mezi další významné právní předpisy upravující oceňování podniku v České republice můžeme uvést Obchodní zákoník, Občanský zákoník, Mezinárodní oceňovací standardy, zákon o účetnictví a zákon o cenách. Dále obsah této kapitoly vychází především z publikací Dluhošová (2006), Kislingerová (2001) a Mařík (2003).

Dle Obchodního zákoníku je podnik soubor hmotných, jakož i osobních, a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají k tomu účelu sloužit. Podnik je věc hromadná. V této definici není nic zmíněno o závazcích společnosti a podnik je zde brán jako soubor věcí, což je neúplné, neboť pro oceňování je podnik brán jako funkční celek.

Oceňování může být prováděno z různých podnětů, mezi které mimo jiné patří koupě či prodej majetku, sloučení nebo splynutí společností, změna právní formy podnikání, vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti, sanace a likvidace, hodnocení reálné bonity podniku, poskytování úvěru a pojištění podniku.

Dle autorky Dluhošová (2006) „Při oceňování je vždy důležité přesně vymezit objekt oceňování, tedy vstupy, výstupy a hranice oceňovaného systému. Dále je nutné určit z pohledu jakého subjektu má být ocenění učiněno. Tedy zda má být oceňován celkový kapitál podniku, tedy z pohledu zájmů vlastníků i věřitelů, nebo pouze vlastní kapitál podniku, z hlediska zájmů vlastníků.“

Velmi důležité je také rozlišovat mezi pojmy cena a hodnota. Cena je výslednou konkrétní částkou, za kterou se po celkovém ocenění daná firma prodá. Cena nemusí být shodná s hodnotou. V souvislosti s hodnotou byly postupně vyvinuty čtyři různé přístupy k oceňování podniku, tzv. kategorie hodnoty podniku.

Tržní hodnota, jednoduše řečeno se jedná o podnik z pohledu trhu. Dle Mezinárodních oceňovacích standardů je tržní hodnota odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by

obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaků. Tržní hodnotu je vhodné použít při uvádění podniku na burzu, při prodeji podniku, kdy není znám konkrétní kupující.

Subjektivní (investiční) hodnota je hodnotou pro konkrétního kupujícího nebo prodávajícího. Dle Mezinárodních oceňovacích standardů se jedná o hodnotu majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku. Subjektivní hodnotu je vhodné použít v případě ocenění pro konkrétní subjekt a jeho individuální očekávání do budoucna, při koupi a prodeji podniku a při rozhodování o sanaci nebo likvidaci podniku.

Objektivizovaná hodnota je hodnota stanovena profesionály (znalci, odhadci), která by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech. Vhodné je ji použít při poskytování úvěru, při zjišťování současné reálné bonity a zdraví podniku.

Přístup Kolínské školy pracuje s několika funkcemi oceňování podniku – *poradenská funkce* (výsledkem jsou informace o minimální ceně pro prodávajícího a o maximální ceně pro kupujícího), *rozhodčí funkce* (smyslem je nalezení nejspravedlivější ceny), *argumentační funkce* (slouží jako podklad argumentů pro jednání s druhou stranou), *komunikační funkce* (jedná se o připravení podkladů pro komunikaci s veřejností) a *daňová funkce* (souvisí s poskytováním pokladů pro daňové účely).

Před zahájením prací v rámci ocenění podniku je důležité si vyjasnit, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Volba technik je pak podřízena funkcím, které by ocenění mělo splnit. Samotný postup oceňování je rozčleněn na sběr dat, strategickou analýzu, finanční analýzu, SWOT analýzu, sestavení finančního plánu, a ocenění vybranou metodou oceňování.

2.1 Sběr dat

Základní částí ocenění je získání potřebných dat, které budou sloužit k praktickým účelům. Mluvíme o potřebných datech, která můžeme dělit do několika oblastí. Nutnými informacemi jsou *základní údaje o podniku* (např. název, sídlo, IČ, právní forma, předmět podnikání podniku, údaje o historii podniku, rozdělení majetkových podílů), *ekonomická data*

(např. účetní výkazy za poslední období, výroční zprávy, zprávy auditorů), *relevantní trh* (např. vymezení trhu, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory vývoje trhu, faktory atraktivity relevantního trhu), *konkurenční struktura relevantního trhu* (např. hlavní přímí konkurenti a jejich data, bariéry vstupu do odvětví, možné substituty produktů a výrobků oceňované firmy), *výroba a dodavatelé* (např. charakter výroby, technologie, kapacity a jejich využití, řízení kvality, certifikáty, dodavatelé – struktura dodávek a dodavatelů, závislost oceňované firmy na těchto dodávkách), *odbyt a marketing* (např. data o struktuře odbytu v časových řadách, hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí, ceny, cenová politika, reklama, velikost, a struktura výdajů) a v neposlední řadě *údaje o pracovnících* (např. struktura pracovníků, nároky provozu podniku na kvalifikaci pracovníků, personální náklady, jejich úroveň podle jednotlivých kategorií pracovníků, situace na trhu práce).

Vstupních dat je potřeba více než dost, je sledováno nejen mikroprostředí a makroprostředí, ale také minulost, současnost a budoucnost oceňovaného podniku. Základní informace jsou k naleznutí v obchodním rejstříku, jiná na internetových stránkách oceňovaného podniku (v případě, že podnik vlastní svůj internetový portál) a ostatní data jsou k sehnání přímo v dané firmě. Záleží tedy na ochotě podniku spolupracovat s oceňovatelem při poskytování informací, ale také na šikovnosti oceňovatele samotného. Je jasné, že veškeré údaje se obvykle sehnat nepodaří, o to méně objektivní ocenění bude. Z tohoto je také patrné, že se ocenění firmy provádí k určitému datu, neboť jsou oceňována data, která jsou oceňovateli v daný okamžik k dispozici.

Ačkoli se může zdát, že jsou sbírána data nepotřebná pro ocenění podniku, většina těchto vstupních dat bude použita při zpracování strategické a finanční analýzy.

2.2 Strategická analýza

Jak uvádí Mařík (2003) „Strategická analýza je podle našeho názoru klíčovou fází oceňovacího procesu, kterému však v naší praxi není zatím věnována odpovídající pozornost. Považujeme za nutné hned úvodem zdůraznit, že strategická analýza není nějakou vatou, která má doplnit závěrečné výpočty, nýbrž velmi důležitým předpokladem věrohodnosti výsledného ocenění. Je proto žádoucí, aby strategická analýza měla konkrétní výsledky. Podle našeho názoru je hlavní funkcí strategické analýzy vymezit celkový výnosový potenciál

oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je závislý na potenciálu vnějším a na vnitřním potenciálu, kterým podnik disponuje.“

Možný postup strategické analýzy může sestávat z analýzy vnějšího potenciálu, která je zaměřena na relevantní trh, jeho analýzu a prognózu, z analýzy vnějšího potenciálu, která zahrnuje analýzu konkurence a stanovení tržního podílu, a z prognózy tržeb oceňovaného podniku, což je výsledkem předchozích dvou kroků.

2.2.1 Vnější potenciál

Vnější potenciál můžeme vyjádřit jako šance a rizika, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), ve kterém se daný podnik pohybuje. Prvním krokem strategické analýzy je vymezení trhu, který je příslušný pro oceňovaný podnik. Volba relevantního trhu by měla umožnit získat základní data o trhu a posoudit jeho atraktivitu s možností zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu.

Základními daty o trhu jsou:

- velikost trhu uvedený v hmotných a hodnotových jednotkách, která by měla být odhadována na základě velikosti poptávky (celkového prodeje a spotřeby),
- vývoj trhu v čase za alespoň posledních pět let, což je velmi důležité, neboť dosavadní tempo růstu je základnou pro odhad temp budoucích,
- případná segmentace trhu.

Atraktivita trhu by měla být nahlížena jako jeden z faktorů perspektivnosti podniku a zároveň i faktor pro hodnocení možnosti dosáhnout určitého růstu tržeb. V této fázi práce na ocenění by však mělo jít především o faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možnosti prodeje.

V souvislosti s *prognózou vývoje tržeb* je nutné zvolit hlavní faktory, které budou ovlivňovat tento vývoj. Můžeme uvést faktory národohospodářské (např. HDP, inflace), faktor tržní poptávky (např. ceny produktů, počet obyvatel, příjmy obyvatelstva) a specifické faktory (např. módní trendy). Vlastní prognóza trhu je provedena pomocí analýzy časových řad proložením dosavadního vývoje vhodnou funkcí nebo pomocí využití regresní analýzy.

2.2.2 Vnitřní potenciál

Smyslem analýzy vnitřního potenciálu je zjistit, zda má podnik nějaké konkurenční výhody či naopak, zda je schopen čelit případným rizikům. V rámci analýzy vnitřního potenciálu je v první řadě nutné stanovit *dosavadní tržní podíl* oceňovaného podniku, ten je určen jako poměr tržeb a velikost relevantního trhu, a to na úrovni fyzických a peněžních jednotek. Nejčastěji se sestavuje vývojová řada dosavadních tržních podílů, která může sloužit jako syntetické vyjádření konkurenční síly.

Dalším krokem je *identifikace hlavních konkurentů* a následné shromažďování informací o jejich hospodaření. Tyto údaje budou sloužit také jako vysvětlení vývoje tržního podílu jednotlivých podniků ale také podniku oceňovaného.

Úkolem *analýzy vnitřního potenciálu* je zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šanci plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen čelit možným hrozbám, a dále zjistit konkurenční sílu daného podniku. Dále jsou určeny opět hlavní faktory, které mají vliv na celkovou konkurenční sílu podniku. Jsou zpracovávány faktory přímé, které jsou přímo vnímány zákazníkem, a nepřímé, které nejsou viditelné z pohledu zákazníka.

Mezi nepřímé faktory je řazen management podniku (vize podniku, strategie podniku, schopnost prognózy, styl vedení, aj.), personál podniku (kvalifikace pracovníků, nálada v podniku, osobní náklady), inovace, výzkum, vývoj (náklady na výzkum, podíl nových výrobků na trhu, využití informací z reklamací) a dlouhodobý majetek investice (přiměřenost vybavení, stáří majetku, technický stav, množství investic). Přímým faktorem je produkt (kvalita, technická úroveň, obal), reklama (druh, investice do reklamy), ceny (vztah ke kvalitě výrobku), odbyt a image podniku.

2.2.3 Prognóza tržeb oceňovaného podniku

Prognóza růstu tržeb je vlastně cíl, ke kterému chceme dojít v rámci strategické analýzy. Zdrojem prognózy je analýza časových řad tržeb za minulost a výsledky prognózy relevantního trhu, konkurenční síly a vnitřního potenciálu podniku. Prognóza růstu tržeb je zpracována pomocí růstu trhu z analýzy vnějšího potenciálu a růstu tržního podílu z analýzy vnitřního potenciálu.

2.3 Finanční analýza

Dle autora Dluhošová (2006) „Hlavním úkolem finanční analýzy je pokud možno komplexně posoudit úroveň současné finanční situace podniku (finanční zdraví), posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti a připravit opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku, zajištění další prosperity podniku, k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.“

Finanční analýzu lze rozdělit do několika fází. Nejdříve je nutné získat a ověřit vstupní data, analyzovat základní účetní výkazy (rozvaha, výkaz zisků a ztrát, výkaz cash flow), zvolit metodu analýzy, vypočítat ukazatele, následně interpretovat zjištěné hodnoty, identifikovat hlavní faktory nežádoucího vývoje a navrhnout příslušná opatření.

Základním zdrojem informací pro finanční analýzu jsou *výkazy finančního účetnictví* poskytující informace zejména externím uživatelům, *výkazy vnitropodnikového účetnictví*, které jsou vytvářeny dle individuálních potřeb podniků a nejsou veřejně dostupnými, *kvantifikovatelné nefinanční informace* obsahující firemní statistiky např. produkce, odbytu, normy spotřeby, *nekvantifikovatelné informace* představující zprávy vedoucích pracovníků jednotlivých útvarů firmy, prognózy a komentáře manažerů, a *finanční informace* zahrnující účetní výkazy a výroční zprávy, aj.

2.3.1 Metody finanční analýzy

Základní členění metod ve finančních analýzách lze členit na metody deterministické a stochastické.

Metody deterministické, které jsou využívány především pro analýzu vývoje a odchylek pro menší počet období a jsou základními nástroji pro běžné finanční analýzy v podniku. Mezi metody deterministické je řazeno několik způsobů finanční analýzy.

Analýza trendů (horizontální analýza) se věnuje časovým změnám absolutních ukazatelů; je založena na srovnání položek výkazů v několika obdobích, přitom je vyčíslena změna absolutní i procentní, která je vyjádřením změny na úrovni jednotlivých položek. Z časových řad je pak možné odhalovat dlouhodobé trendy významných finančních položek. Existují dvě možnosti vyjádření výstupů z horizontální analýzy – bazická a řetězová.

Bazická metoda porovnává hodnoty určitého ukazatele v jednotlivých obdobích s hodnotou téhož ukazatele ve vybraném stále stejném období, které je zvoleno za základní, srovnávací.

Řetězová metoda srovnává hodnoty určitého ukazatele v jednotlivých obdobích s hodnotou téhož ukazatele v předcházejícím období.

Analýza struktury (vertikální analýza) slouží k posouzení významu dílčích složek a jejich složení vybraného souhrnného absolutního ukazatele. Při použití této metody se pro rozbor rozvahy považuje za základ (100 %) částka aktiv nebo pasiv celkem, ostatní položky se vyjádří ve vztahu k této základně. Při rozboru výkazu zisku a ztrát se berou za základ celkové výnosy.

Poměrová analýza je základnou finanční analýzy a analyzuje soustavy vybraných poměrových ukazatelů. Jedná se o rozbor finanční situace podniku, který je založen právě na poměrových ukazatelích. Poměrová analýza je nejčastěji používaná a nejoblíbenější ekonomické metoda finanční analýzy.

Analýza soustav ukazatelů je dvojího typu – pyramidová soustava a paralelní soustava ukazatelů. Rozdíl mezi těmito soustavami je v tom, že pro pyramidovou soustavu ukazatelů je typická existence základního ukazatele, který je postupně rozkládán do dílčích vysvětlujících ukazatelů tak, že celá soustava má tvar pyramidy. Na rozdíl paralelní soustava ukazatelů je tvořena skupinami ukazatelů podle jejich příbuznosti a interpolace.

Matematicko-statistické metody vycházejí z údajů delších časových řad, Jsou založeny na exaktních metodách, včetně vyhodnocení statistické spolehlivosti výsledků. Řadíme zde regresní analýzu, diskriminační analýzu, analýzu rozptylu a testování statistických hypotéz.

Rozlišujeme také způsoby srovnávání výsledků finančních analýz: *srovnávání v čase*, zde je zástupcem analýza trendů, *srovnávání v prostoru*, v rámci mezipodnikového srovnání ve stejném odvětví, *srovnávání skutečností s plánem* a *srovnávání vzhledem k doporučeným hodnotám* (normám).

2.3.2 Poměrové ukazatele

Hlavní výhodou využití poměrových ukazatelů je, že převádí různé údaje na společnou úroveň, která se dá srovnávat. Umožňuje tedy srovnání aktuálních ukazatelů s hodnotami minulých období nebo také s ukazateli jiných podniků. Poměrový ukazatel se vypočítá jako poměr jednoho nebo několika údajů k jiné položce nebo skupině z účetních výkazů.

Základními oblastmi ukazatelů finanční analýzy jsou ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti, ukazatele aktivity a v případě především akciových společností lze využít také ukazatele vycházející z kapitálového trhu.

2.3.2.1 Ukazatele rentability

Základním kritériem hodnocení je výnosnost vloženého kapitálu. Míra zisku nebo také rentabilita vloženého kapitálu je obecně definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Tyto ukazatele vyjadřují výsledek podnikového snažení, schopnost správného rozhodování. Nejpoužívanějšími ukazateli v oblasti rentability jsou ukazatele ROA, ROE a ROS.

Rentabilita aktiv (ROA)

Tento ukazatel bývá označován jako klíčové měřítko rentability, neboť poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (2.1)$$

Trendem rentability aktiv je stoupající hodnota, proto by měl získaný výsledek v letech stoupat. Růst ROA vyjadřuje, že roste intenzita využívání majetku nebo pokles nákladů a také rozsah a efekty investiční činnosti. Dočasný pokles bývá obvykle způsoben novými investicemi do podnikání.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Je jedním z klíčových ukazatelů, kterému je věnována pozornost akcionářů, společníků a dalších věřitelů. Vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu akcionářem. Nejlépe vypovídá o úspěšnosti celého podnikání.

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní\ kapitál} \quad (2.2)$$

Projevuje se zde rostoucí trend ukazatele, hodnota by měla být vyšší než výnosnost jiných investorských příležitostí (desetileté státní dluhopisy), jinak by totiž bylo pro akcionáře nevýhodné mít ve společnosti podíl.

Rentabilita tržeb (ROS)

Rentabilita tržeb tvoří jádro efektivnosti podniku. Vyjadřuje, kolik zisku má podnik z jedné koruny tržeb.

$$ROS = \frac{EAT}{tržby} \quad (2.3)$$

Při výpočtu *ROS* poměříme čistý zisk a tržby. Jeho nízká úroveň dokazuje chybné řízení společnosti na trhu, střední úroveň je znakem dobré práce managementu společnosti a dobrého jména na trhu, vysoká úroveň signalizuje do budoucna problémy s konkurenční společnostmi, která se může pokusit na základě snížení prodejních cen vytlačit hodnocenou společnost z trhu. Ukazatel je třeba posuzovat v časové řadě, rostoucí trend je příznivý, ale i snížení ukazatele nemusí být vysloveně záporné, pokud rostou tržby. Hodnota ukazatele silně závisí i na strategii společnosti a jejích cílech.

2.3.2.2 Ukazatele likvidity

Trvalá platební schopnost je jednou ze základních podmínek úspěšné existence podniku v podmínkách trhu. Schopnost dostát svým závazkům může vyjadřovat pojem likvidita nebo solventnost. Pro účely hodnocení platební schopnosti podniku se používají poměrové ukazatele likvidity (běžná likvidita, pohotová likvidita a okamžitá likvidita) a rozdílové ukazatele likvidity (čistý pracovní kapitál).

Běžná likvidita

Běžná (celková) likvidita vypovídá o tom, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky. Hlavní slabina tohoto ukazatele spočívá v tom, že často není splněn hlavní předpoklad, že veškerá oběžná aktiva bude možné vbrzku přeměnit v hotovost. Část zásob například může být pro výrobu již nepoužitelná a přitom obtížně prodejná. Za přiměřenou výši tohoto ukazatele se považuje rozmezí 1,5 - 2,5. Nejdůležitější je srovnání s podniky s obdobným charakterem činnosti, či s průměrem za odvětví.

$$Běžná\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva}{krátkodobé\ závazky} \quad (2.4)$$

Pohotová likvidita

Ukazatel vypovídá o tom, kolikrát oběžná aktiva snížená o zásoby pokrývají krátkodobé závazky, a eliminuje určité nedostatky ukazatele běžné likvidity, s krátkodobými závazky jsou totiž poměřovány jen peněžní prostředky (v hotovosti a na bankovních účtech), krátkodobé cenné papíry a krátkodobé pohledávky. Doporučená hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,0 - 1,5.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.5)$$

Okamžitá likvidita

Okamžitá likvidita je nejpřísnějším ukazatelem, který má v čitateli pouze nejlikvidnější aktiva (peníze v hotovosti a na běžných účtech a jejich ekvivalenty). Optimální hodnota tohoto ukazatele je mezi 0,9 - 1,1. Mírný a dočasný nedostatek platebních prostředků tedy nemusí být považován za negativní jev, jestliže má podnik možnost získat úvěr.

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.6)$$

Čistý pracovní kapitál (ČPK)

Ukazatel představuje tu část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splácení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů. Představuje tedy část oběžného majetku, která je finančně kryta dlouhodobými zdroji. Někdy se označuje jako provozní kapitál. Obsah čistého pracovního kapitálu lze definovat jako rozdíl mezi krátkodobými cizími zdroji a oběžnými aktivy.

$$\text{ČPK} = \text{krátkodobé zdroje} - \text{oběžná aktiva} \quad (2.7)$$

2.3.2.3 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti vyjadřují vztah mezi vlastními a cizími zdroji podniku a tedy dlouhodobou stabilitu podniku. Pojmem zadluženost vyjadřujeme skutečnost, že podnik využívá k financování svého majetku cizí zdroje nebo kapitál. Používání cizího kapitálu nese

riziko. Růst zadluženosti nad únosnou míru znamená, že podnik bude mít pravděpodobně finanční potíže a bude v platební neschopnosti. Ve finančně silném podniku růst zadluženosti do jisté úrovně přispívá k celkové výnosnosti. Základním požadavkem je, že výnosnost celkového vloženého kapitálu bude vyšší, než jsou náklady spojené s jeho použitím.

Ukazatel celkové zadluženosti

Ukazatel celkové zadluženosti neboli ukazatel věřitelského rizika je základním ukazatelem zadluženosti a je podílem celkových dluhů k celkovým aktivům, ukazuje tedy podíl věřitelů na celkovém kapitálu, z něhož je financován majetek firmy. Čím je hodnota vyšší, tím je vyšší i věřitelské riziko, trendem je klesající hodnota.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.8)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu

Ukazatel má podobnou vypovídací schopnost a hodnotí stejnou oblast jako předchozí ukazatel celkové zadluženosti. Tento ukazatel hodnotí míru finanční samostatnosti a vyjadřuje výši dluhu připadající na jednu korunu vlastního kapitálu podniku.

$$\text{Zadluženost VK} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.9)$$

U stabilních podniků by se měla pohybovat v rozmezí od 80% do 120%. Vyšší hodnota je možná u podniku se stabilními příjmy a jen dočasně.

Finanční páka

Převrácenou hodnotou předchozího ukazatele je tzv. finanční páka, která vyjadřuje, kolik korun majetku připadá na jednu korunu vlastních zdrojů. Souvisí s hodnocením zadluženosti, interpretace tohoto ukazatele je složitější. Pro finančně zdravý podnik je vhodné, aby byla dlouhodobě finanční páka stabilní nebo alespoň neklesající, tzn. má stabilní trend. Finanční páka je založena na tom, že obvykle cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál.

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.10)$$

2.3.2.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity neboli obratu měří, jak efektivně podnik hospodaří se svými aktivy. Čím vyšších hodnot ukazatele aktivity dosahují, tím je zpravidla lepší práce manažerů společnosti. Ukazatele obratu mají většinou dvě formy – *obrátku a dobu obratu*. Obrátka měří, kolikrát za rok se daná položka využije při podnikání, doba obratu měří počet dní, za kterých se položka jednou obrátí.

Obrátka celkových aktiv a doba obratu aktiv

Doba obratu aktiv vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Čím kratší doba obratu, tím více pozitivní to pro firmu je.

$$\text{doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.11)$$

Obrátka celkových aktiv měří obrat celkového majetku a je používán pro mezipodnikové srovnávání. Čím je ukazatel vyšší, tím efektivněji používá podnik majetek.

$$\text{obrátku celk. aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.12)$$

Doba obratu pohledávek

Doba obratu pohledávek je průměrná doba, po kterou jsou odběratelé podniku dlužni neboli počet dní, které uplynou mezi poskytnutím pohledávky a okamžikem připsání prostředků na účet podniku.

$$\text{doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.13)$$

Doba obratu závazků

Tento ukazatel vyjadřuje počet dní, na které dodavatelé poskytnou obchodní úvěr, nebo také dobu uplynulou mezi nákupem zboží, materiálu nebo služeb a úhradou za ně.

$$\text{doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.14)$$

2.3.3 Pyramidový rozklad

Dle autora Dluhošová (2006) „Základní myšlenkou pyramidové soustavy je postupný rozklad vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele, který slouží k identifikaci a ke kvantifikaci vlivu dílčích činitelů na vrcholový ukazatel. Metodika pyramidového rozkladu umožňuje odhalit vzájemné existující vazby a vazby mezi jednotlivými ukazateli. Pomocí vhodně zkonstruované soustavy ukazatelů lze hodnotit minulou, současnou i budoucí výkonnost podniku. Pro analýzu příčin odchylek klíčových ukazatelů finanční výkonnosti lze použít dekompozici různých ukazatelů, například ukazatel EVA, ROE, ROA.“

Vycházíme z předpokladu, že součet vlivů změn dílčích ukazatelů se musí rovnat změně vrcholového ukazatele, což je vyjádřeno následujícím vztahem:

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i} \quad (2.15)$$

V uvedeném vzorci představuje symbol x vrcholový ukazatel, Δy_x změnu vrcholového ukazatele, a_i dílčí ukazatel a Δx_{a_i} představuje vliv změny dílčího ukazatele na vrcholový ukazatel x .

Mezi jednotlivými dílčími ukazateli mohou existovat aditivní nebo multiplikativní vazby. *Aditivní vazba* je charakteristická tím, že vrcholový ukazatel se rozkládá do součtu a rozdílů dílčích ukazatelů. V tomto případě se pro zjištění vlivů dílčích ukazatelů použije následující výpočet:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} * \Delta y_x \quad (2.16)$$

V tomto vzorci je Δa_i změna dílčího ukazatele.

Multiplikativní vazba je charakteristická tím, že vrcholový ukazatel se rozkládá do součinu či podílů dílčích ukazatelů. Zde je výpočet složitější a vlivy dílčích ukazatelů jsou vypočítány pomocí následujících čtyř metod.

Metoda postupných změn je založena na tom, že při změně jednoho vysvětlujícího ukazatele zůstávají ostatní vysvětlující ukazatele neměnné, celková odchylka je rozčleněna mezi dílčí vlivy ukazatelů, které jsou vyčíslovány následovně:

$$\Delta x_{a_i} = \prod_{j < i} a_{j,1} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j > 1} a_{j,0} \cdot \frac{\Delta Y_x}{\Delta x} \quad , \quad (2.17)$$

kde Δx_{a_i} je dílčí vliv ukazatelů a_i , $a_{j,1}$ je hodnota dílčího ukazatele a v prvním roce, Δa_i je změna dílčího ukazatele, $a_{j,0}$ je hodnota dílčího ukazatele v nultém roce, $\frac{\Delta y_x}{\Delta x}$ vyjadřuje, jakým způsobem se změna ukazatele x podílí na změně vrcholového ukazatele. Výhodou je jednoduchost ve výpočtu a bezzbytkový rozklad. Nevýhodou je, že velikost vlivů dílčích ukazatelů na změnu vrcholového ukazatele je závislá na pořadí dílčích ukazatelů ve výpočtu. Pro svou jednoduchost je metoda v praxi často používána a bude využita i praktické části této práce.

Logaritmická metoda rozkladu je založena na spojitém výnosu a její výhodou je, že odráží současnou změnu analyzovaných ukazatelů, z čehož plyne, že při zkoumání vlivu vysvětlujícího ukazatele se tedy předpokládá změna i ostatních vysvětlujících ukazatelů, přičemž nezáleží na pořadí ukazatelů. U této metody nevzniká zbytek. Nevýhodou je výpočet s logaritmem, který je definován jen pro kladná čísla.

Funkcionální metoda rozkladu přiřazuje změnu vrcholového ukazatele k dílčím ukazatelům dělením. U této metody nezáleží na pořadí ukazatelů, nevzniká při výpočtu vlivů zbytek ani problém se zápornými čísly.

U metody rozkladu se zbytkem nejsou výsledky ovlivněny pořadím ukazatelů, rozklad je jednoznačný, což je výhodou. Ale existují zde zbytkové složky, které nelze jednoznačně objasnit a přiřadit jednotlivým vlivům, což je považováno za nevýhodu.

V práci bude použit Du Pontův pyramidový rozklad s multiplikativní vazbou, který je rozkladem rentability vlastního kapitálu (ROE) na jednotlivé dílčí ukazatele podle nadnárodní chemické společnosti Du Pont de Nomeurs, jež tento rozklad použila první. Následující schéma znázorňuje rozklad ukazatele ROE do dvou úrovní.

Schéma 2.1 Pyramidový rozklad ukazatele ROE

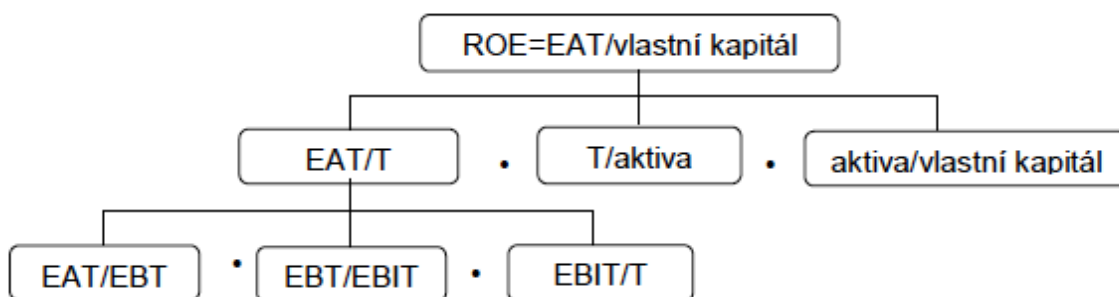


Schéma vypovídá o závislosti ukazatele rentability vlastního kapitálu, jakožto vrcholového ukazatele, na třech dílčích ukazatelích v rámci první úrovně, a to na rentabilitě tržeb, obratu

aktiv a finanční páce. V druhé úrovni pak na ukazatel ROE působí daňová redukce, úroková redukce a rentabilita tržeb. Lze pokračovat v rozkladu do dalších úrovní, které zahrnují obraty a nákladovost.

2.3.4 Souhrnný model hodnocení finanční úrovně

Dle autora Dluhošová (2006) „Pro hodnocení finanční pozice se používají kromě jednotlivých skupin poměrových ukazatelů také tzv. souhrnné indexy nebo souhrnné modely hodnocení finanční úrovně podniku. Jedná se o specifické metody ve finančních analýzách, jejichž smyslem je vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnost podniku jedním číslem.“

Predikčních modelů je k dispozici celá řada, mají však spíše doplňující charakter finanční analýzy. Výhodou je rychlý obraz o celkové finanční pozici podniku. Modelem aplikovatelným v českém prostředí je index IN.

Index IN byl vytvořen manželi Neumaireovými, kteří na základě souboru 1000 českých podniků sestavili index důvěryhodnosti IN. Tento index odráží zvláštnosti českých účetních výkazů a české ekonomické situace.

$$IN = V_1 \cdot \frac{A}{CZ} + V_2 \cdot \frac{EBIT}{Ur} + V_3 \cdot \frac{EBIT}{A} + V_4 \cdot \frac{T}{A} + V_5 \cdot \frac{OA}{KCZ} + V_6 \cdot \frac{ZPL}{T} \quad (2.18)$$

kde V_1 - V_6 jsou váhy ve vybraném odvětví, Ur jsou nákladové úroky, KCZ jsou krátkodobé cizí zdroje ($KCZ = Zk + Úk$), ZPL jsou závazky po lhůtě splatnosti.

Co se týče interpretace výsledné hodnoty indexu, platí, že je-li hodnota indexu IN větší než 2, hovoříme o podniku s dobrým finančním zdravím. Je-li index IN mezi 1 a 2, nachází se podnik v tzv. šedé zóně, kdy nemůžeme jednoznačně kvantifikovat, jestli si podnik vede finančně špatně. Index IN menší než 1 značí, že je podnik finančně slabý.

2.4 SWOT analýza

SWOT analýza je metoda, pomocí které je možno identifikovat stav firmy z hlediska z jejích silných stránek, slabých stránek, příležitosti a ohrožení. Analýza silných a slabých stránek se tedy zaměřuje především na interní prostředí firmy, na vnitřní potenciál. Příkladem vnitřních faktorů podnikání je výkonnost a motivace pracovníků. Naproti tomu hodnotící příležitosti a ohrožení se zaměřuje na externí prostředí firmy, vnější potenciál, které podnik

nemůže tak dobře kontrolovat. Mezi tyto externí faktory patří například změna úrokových sazeb v ekonomice, fáze hospodářského cyklu aj. Vhodným nástrojem pro analýzu (interních) silných a slabých stránek podniku a (externích) příležitostí a ohrožení je SWOT tabulka.

2.5 Finanční plán

Finanční plán je komplexní prostředek pro rozhodování o budoucnosti, který zachycuje komplexně všechny stránky hospodářské činnosti podniku. Veškeré podnikové činnosti jsou převáděny na finanční veličiny, čímž je umožněno srovnání nestejnorodých aktivit. Plán je vždy zaměřen na zvýšení tržní hodnoty podniku a dosahování zisku. Je sestavován pracovníky, kteří jsou odpovědní za jeho provádění. Finanční plán je založen na klouzavém principu, každý rok se sestavují plány na několik dalších let, přičemž se pružně upravuje podle měnících se podmínek tak, aby byl reálný. Jedná se tedy o závazný podnikový dokument, který má písemnou formu.

Dlouhodobý finanční plán řadíme do oblasti taktické a strategické, mluvíme o klíčovém nástroji řízení firmy, jehož úkolem je pomáhat manažerům kombinovat aktivity a zdroje, představovat jasný a jednoznačný popis o zdrojích a očekáváních společnosti, definovat parametry pro řízení systémů a usnadňovat hodnocení manažerů a hospodářských jednotek.

Finanční řízení je prováděno komplexně ve čtyřech oblastech, kterými jsou finanční výkazy firmy a jejich hodnocení. Zpracováváme tedy *výkaz zisku a ztráty* vyjadřující účelový vztah mezi náklady a výnosy, *rozvahu* vykazující stav majetku a zdrojů jeho krytí, *výkaz o peněžních tocích* vysvětlující vztah mezi příjmy a výdaji a *kritéria hodnocení*.

Dle autora Zmeškal (2004) „Tyto aspekty jsou vzájemně provázány a je nutné je chápat jako jeden celek a mít je vždy na zřeteli včetně jejich vazeb. Důležité je také si uvědomit, že výkazy zisku a ztráty a cash-flow jsou vyjádřeny v tokových veličinách, rozvaha pak vyjadřuje stav k určitému časovému momentu.“

Tvorba finančního plánu je základním východiskem pro většinu oceňovacích metod, zejména pak pro oceňování výnosovými metodami. Základem je vytvoření dílčích plánů:

- Plán tržeb vycházející ze strategické analýzy, ve které byl zjištěn možný procentuální růst tržeb. Je důležité zjistit, zda jsou výrobní kapacity podniku dostačující, což se dále promítá do plánu investic a financování. Výsledkem tohoto dílčího plánu je konkrétní číslo, které vyjadřuje, o kolik porostou v budoucnu tržby.

- Plán provozní ziskové marže, která je definována jako poměr upraveného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy k tržbám. Můžeme také analyzovat a vyčíslit jednotlivé faktory ovlivňující provozní ziskovou marži. Obecně v této fázi je cílem zjistit vztah mezi změnami nákladů a objemem výroby.
- Plán pracovního kapitálu, jehož cílem je opět zjistit náročnost výkonů (tržeb) na jednotlivé složky čistého pracovního kapitálu, tzn. výsledkem je určení výše zásob, pohledávek a krátkodobých závazků.
- Plán investic je odvozen ze záměru investiční výstavby a plánu kapacit vzhledem k růstu tržeb, současně je nutné plánovat i odpisy.
- Plán financování, který zahrnuje předpokládané splátky úvěrů, přijímání nových úvěrů a navýšení vlastního kapitálu. Výsledkem je rozhodnutí, z jakých zdrojů se zajistí potřebná finanční rovnováha.

Poté, co jsou určeny jednotlivé dílčí plány, se přistoupí k tvorbě základních účetních výkazů – výkaz zisku a ztrát (VZZ), výkaz cash flow (CF) a rozvaha. Celý systém je nutné vybilancovat, protože jednotlivé fáze se mezi sebou prolínají a navzájem se ovlivňují. Základním požadavkem při sestavování finančního plánu je splnění těchto bilančních podmínek:

- náklady + zisk = tržby,
- aktiva = pasiva,
- příjmy = výdaje.

Vybilancování je zajištěno využitím nástroje Excelu, *Iterace*, který provádí vybilancování celého systému v cyklech. Po sestavení plánu je nutné jej kritériálně zhodnotit a posoudit dle cílů, aby byl splněn zdravý vývoj firmy.

2.6 Metody oceňování podniku

Dle autora Dluhošová (2006) „Metod stanovení hodnoty podniku existuje jak z teoretického, tak z praktického pohledu celá řada. Volba správné metody oceňování rozhodujícím způsobem determinuje, zda bude naplněn cíl oceňování. Volba metod je také silně ovlivněna účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. V zásadě lze jednotlivé přístupy k oceňování členit dle konceptu ocenění a dle způsobu zohlednění neurčitosti a

rizika. Podle metodického konceptu ocenění existuje několik základních metod: výnosové metody, majetkové metody, komparativní metody a kombinované metody.“

Existuje celá řada metod, která slouží k oceňování podniku. Výběr metody pro stanovení hodnoty podniku závisí na subjektivním postoji oceňovatele a odvíjí se především od účelu ocenění. Mezi hlavní metody stanovení hodnoty firmy řadíme:

- výnosové metody,
- majetkové metody,
- komparativní metody,
- kombinované metody,
- metodu upraveného nákladu kapitálu,
- metodu jistotních ekvivalentů a
- metodologii reálných opcí.

Základním rozlišením mezi těmito metodami je přístup k riziku a způsob stanovení hodnoty kapitálu. *Výnosové metody* stanovují hodnotu kapitálu (celkového, vlastního) jako současnou hodnotu budoucích peněžních toků. Výnosové metody oceňování jsou postaveny na odhadu hodnoty firmy pomocí budoucích očekávaných efektů. Budoucími efekty jsou očekávané peněžní toky, zisky, dividendy a ekonomická přidaná hodnota. Mezi tyto metody patří metody diskontovaných peněžních toků, metody kapitalizovaných zisků a metoda EVA.

Druhá skupina je tvořena *majetkovými metodami*, u kterých je hodnota kapitálu zjišťována z reprodukční ceny aktiv a veškerého oceňovaného majetku. Patří zde substanční hodnota, účetní hodnota a likvidační hodnota.

Metody komparativní tvoří třetí skupinu, zde je hodnota kapitálu stanovena porovnáním hodnoty se srovnatelnými výrobními celky s podobnými vlastnostmi. Zástupcem je v tomto případě metoda multiplikátorů.

Poslední skupinu představují *kombinované metody*, u nichž jsou hodnoty kapitálu určeny jako vážený průměr hodnot kapitálu získaných pomocí metod výše uvedených.

Dle autora Dluhošová (2006) „S ohledem na to, že budoucí finanční toky, ze kterých je hodnota odvozena, jsou rizikové a nejisté, ocenění probíhá za podmínek rizika. Pokud se předpokládá pasivní přístup a neuvažuje se s aktivními zásahy managementu v budoucnu, pak lze aplikovat metodu *upraveného nákladu kapitálu*, anebo *metodu jistotních ekvivalentů*.“

Připouštějí-li se aktivní zásahy managementu, přičemž jsou realizována rozhodnutí za předem stanovených okolností, je využíván přístup oceňování založený na aplikaci *metodologie reálných opcí*, hovoříme o flexibilní metodě za rizika.

2.6.1 Metody diskontovaných peněžních toků (DCF)

Metody diskontovaných peněžních toků jsou založeny na odhadu budoucích peněžních toků plynoucích z podnikatelské činnosti. Obecně využití těchto metod spočívá v provedení tří základních kroků. Nejprve je nutné správně vymezit již zmíněné budoucí volné peněžní toky vhodné pro ocenění, další úkol spočívá ve stanovení nákladu kapitálu diskontující peněžní toky a nakonec je provedeno výsledné stanovení hodnoty podniku na základě zvolené metody ocenění.

Dle autora Kislingerová (2001) „Modely DCF mohou pracovat s rozdílnými peněžními toky. Podle toho, pro koho je peněžní tok určen, rozlišujeme následující:

- peněžní tok pro věřitele a pro akcionáře (free cash flow to the firm, FCFF)
- peněžní tok pro akcionáře (free cash flow to the equity, FCFE)
- dividendy (dividend discount model)
- EVA (peněžní tok, který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství).“

Podle toho jakým způsobem jsou kalkulovány peněžní toky, jsou rozlišovány čtyři základní techniky pro výpočet výnosové metody DCF. Nahlížíme-li na podnik jako celek, tzn. že pracujeme s peněžními toky pro vlastníky i věřitele, pak se využívá metoda *DCF Entity*. Pracujeme-li pouze s vlastním kapitálem, tzn. že vycházíme z peněžních toků pouze pro vlastníky, hovoříme o metodě *DCF Equity*. Vedle toho existuje metoda *APV*, která slouží k oceňování celkového kapitálu, přičemž finanční toky jsou rozlišovány na toky zadlužené a nezadlužené firmy. Čtvrtou metodou je metoda *DDM*, kdy je oceňován vlastní kapitál, a peněžní toky jsou vyjádřeny pomocí dividendy.

Dle autora Mařík (2007) „Nejvíce je tato metoda rozšířena v USA a Velké Británii. Postupně se však prosazuje a v současnosti již také převládá i v dalších zemích. Její rozšíření do těchto zemí – zejména do kontinentální Evropy – je vyvoláno především globalizací investičních procesů, která je spojena s rostoucím vlivem anglosaských investorů.“

Metody DCF Entity a DCF Equity jsou v praxi českých podniků stále více využívány, proto jim bude dále věnována pozornost a budou použity v praktické části této práce. Obecný tvar výpočtu hodnoty firmy dle metod DCF je:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.19)$$

kde V je hodnota firmy, FCF jsou volné peněžní toky, R je náklad kapitálu a t jsou jednotlivé roky.

2.6.1.1 Vymezení peněžních toků

Volný peněžní tok do firmy je součtem veškerých peněžních toků, které jsou uplatněny pro zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku a následně určeny pro uspokojení nároků akcionářů a věřitelů. Volný peněžní tok do firmy $FCFF$ je tedy součtem dvou složek, peněžních toků pro vlastníky $FCFE$ a peněžních toků pro věřitele $FCFD$, tedy (Dluhošová, 2006)

$$FCFF = FCFE + FCFD. \quad (2.20)$$

Toky z pohledu vlastníků jsou tvořeny z finančních toků z provozní, investiční a finanční činnosti následovně

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + S, \quad (2.21)$$

kde $\Delta\text{ČPK}$ je změna stavu čistého pracovního kapitálu (oběžná aktiva – krátkodobé závazky), INV jsou investiční výdaje a S je rozdíl čerpání dluhu a splátky dluhu (tedy saldo z pohledu vlastníka).

Volné finanční toky pro věřitele jsou určeny takto

$$FCFD = \text{úroky} (1 - t) - S, \quad (2.22)$$

kde t je sazba daně ze zisku firmy a S je rozdíl příjmů z inkasovaných splátek z dluhu mínus poskytnuté úvěry (tedy saldo z pohledu banky).

Z uvedeného vyplývá, že celkový volný peněžní tok do firmy neboli volný tok z celkového kapitálu lze určit jako

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta\text{ČPK} - INV + \text{úroky} (1 - t). \quad (2.23)$$

Z pohledu vlastníků a věřitelů se složka salda financování S kompenzuje a tedy vyruší, proto v rámci vyjádření volného peněžního toku $FCFF$ není saldo obsaženo. Pomocí provozního zisku před zdaněním $EBIT$ lze peněžní toky z celkového kapitálu zapsat jako

$$FCFF = EBIT(1 - t) + odpisy - \Delta\check{C}PK - INV. \quad (2.24)$$

2.6.1.2 Stanovení nákladu na kapitál

Náklady kapitálu lze chápat jako cenu za získaný kapitál, který slouží k rozvoji činnosti podniku. Jedná se o minimální požadovanou míru výnosnosti. S náklady kapitálu je vždy spojeno riziko. Z tohoto důvodu platí, že obecně je náklad kapitálu tvořen bezrizikovou sazbou a určitou rizikovou premií, která se liší dle druhu investice.

Průměrné náklady celkového kapitálu ($WACC$) jsou tvořeny náklady na vlastní a cizí kapitál. Náklady cizího kapitálu představují úrok, který je třeba zaplatit za získání peněžních prostředků. V podmínkách nerozvinutého kapitálového trhu jsou náklady na cizí kapitál odvozovány z úrokových sazeb kapitálu dle rizika a splatnosti. V opačném případě, kdy je trh rozvinutý, jsou náklady na cizí kapitál odvozeny z tržních cen dluhopisů.

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál lze využít model oceňování kapitálových aktiv ($CAPM$), arbitrážní model ocenění (APM), dividendový růstový model a stavebnicové metody.

Stavebnicový model je používán v ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem, kdy nelze použít ani model $CAPM$ ani APM . Model je využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu v ČR. Princip spočívá v tom, že průměrné náklady kapitálu jsou stanoveny jako součet bezrizikové přírážky (R_F) odpovídající výnosu desetiletých státních dluhopisů a rizikových přírážek – za obchodní podnikatelské riziko ($R_{podn.}$), za velikost podniku (R_{LA}) a riziko plynoucí z finanční stability ($R_{finstab.}$). Průměrné náklady kapitálu nezadlužené firmy ($WACC_u$) vypočítáme (Dluhošová, 2010) jako

$$WACC_u = R_F + R_{podnik.} + R_{finstab.} + R_{LA} \quad (2.25)$$

Stanovení rizikové přírážky $R_{podn.}$ je založeno na srovnávání ukazatele ROA příslušné firmy s ukazatelem $X1$ vyjadřujícím nahrazování vlastního kapitálu kapitálem cizím, který je definován jako

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM, \quad (2.26)$$

Kde UM je úroková míra. Je-li ukazatel ROA větší než ukazatel $X1$, pak je $R_{podn.}$ ve výši minimálního obchodního rizika příslušného odvětví. Je-li ROA menší než ukazatel 0, $R_{podn.}$ je ve výši 10 %. Nachází-li se hodnota ROA v intervalu od nuly do $X1$, je nutné pro výpočet rizikové přírážky použití vzorce

$$R_{podnik} = \left(\frac{X1 - ROA}{X1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.27)$$

Stanovení rizikové přírážky $R_{finstab.}$ vychází z ukazatele celkové (běžné) likvidity firmy $L3$, která je porovnávána s doporučenými hodnotami likvidity pro jednotlivé podniky $XL1=1$ a $XL2=2,5$. Je-li $L3$ menší či rovno $XL1$, pak je $R_{finstab.}$ ve výši 10 %. Je-li $L3$ větší než hodnota $XL2$, pak je $R_{finstab.}$ rovno 0 %. Nachází-li se hodnota $L3$ v intervalu mezi hodnotami $XL1$ a $XL2$, pak se pro stanovení dané rizikové přírážky využije vzorec

$$R_{finstab.} = \left(\frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.28)$$

Riziková přírážka R_{LA} pracuje s úplatnými zdroji. Jsou-li UZ větší či rovny hodnotě 3 mld. Kč, pak je R_{LA} ve výši 0 %. Jsou-li UZ menší či rovny hodnotě 0,1 mld. Kč, pak je $R_{LA} = 5\%$. Jsou-li UZ menší než 3 mld. Kč a zároveň větší než 0,1 mld. Kč, pak je nutné pro výpočet přírážky charakterizující velikost firmy použít vzorec

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.29)$$

Celkové náklady kapitálu zadlužené firmy ($WACC_D$) jsou pak dle tohoto modelu stanoveny jako (Dluhošová, 2006)

$$WACC_D = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot t \right), \quad (2.30)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje, A aktiva a t je sazba daně. Mezi úplatné zdroje řadíme vlastní kapitál, bankovní úvěry a obligace. Náklady vlastního kapitálu jsou pak stanoveny takto

$$R_E = \frac{WACC_u \cdot \frac{UZ}{A} - (1 - t) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.31)$$

Kde \dot{U} jsou úroky, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace a VK je vlastní kapitál.

2.6.2 Volba časového vymezení výnosových metod

V praxi je předpokladem trvání podniku v neomezeném budoucím časovém intervalu, tzv. going concern. Jak bylo uvedeno výše, při ocenění výnosovými metodami je základem správně stanovit budoucí peněžní toky. Což v případě neomezeného časového horizontu trvání podniku je velmi náročné. Z tohoto důvodu se při oceňování pracuje s fázemi vývoje, kterými firma zpravidla prochází. Dle počtu určených fází při oceňování podniku se metody rozlišují na jednofázové, dvoufázové a obecně vícefázové metody. V praxi je často využívána metoda dvoufázová.

Dle autora Valach (1999) „Tato metoda vychází z jednoduché úvahy. Plánovači jsou schopni připravit poměrně reálný a podrobný plán CF tak na 3-5 let (obecně k let). Pro potřeby oceňování se ve stabilních ekonomikách používá spíše rozpětí 7-15 let. Pro následující období je možný jen méně přesný odhad CF již bez časového omezení. Hodnota podniku je pak součtem dvou složek:

- diskontovaného CF pro první období,
- trvalé renty z odhadu stálého CF na období, které začíná od konce k-tého roku.“

Hodnotu firmy souhrnně za obě fáze lze určit následovně

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.32)$$

kde V_1 je hodnota firmy za první fázi a V_2 je hodnota firmy za druhou fázi. V první fázi je možné určit peněžní toky relativně přesně jako

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_t)^{-t}, \quad (2.33)$$

kde T představuje délku první fáze a R_t jsou náklady kapitálu v první fázi. V rámci druhé fáze pracujeme s tzv. pokračující hodnotou, což je hodnota firmy druhé fáze k začátku druhé fáze. Pokračující hodnotu je nezbytné diskontovat k momentu ocenění jako

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_t)^{-T}, \quad (2.34)$$

kde pokračující hodnotu vypočteme v prvním případě pro konstantní FCF v druhé fázi a v druhém případě pro rostoucí FCF o tempo růstu g v druhé fázi jako

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2} \text{ nebo } PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}. \quad (2.35)$$

Pokračující hodnota obecně hraje důležitou roli při celkovém ocenění firmy, neboť z praktických zkušeností vyplývá, že se podílí na výsledném ocenění až osmdesáti procenty. Při využití dvoufázové metody je tedy nutné z důvodu zpřesnění výsledku použít rozdílné úrovně diskontních faktorů, přesněji ve druhé fázi bývá používána vyšší úroveň, neboť pracujeme s větším rizikem.

2.6.3 Metoda kapitalizovaných zisků

Metoda kapitalizovaných zisků je metodou typickou pro aplikaci v německy mluvících zemích, je však aplikovatelná i v České republice. Metoda bývá označována také jako metoda kapitalizovaných čistých výnosů, tj. výnosová hodnota je počítána z výnosů pouze pro vlastníky a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu.

Dle autora Kislingerová (2001) „Propagátorem a zastáncem této metody v Evropě byl především německý teoretik Konrad Millerovicz. Metoda kapitalizace zisku je založena především na minulé výkonnosti podniku, tj. na historické úrovni zisku. Základní myšlenkou je, že hodnotu podniku lze odvodit právě od hodnoty tzv. trvale udržitelné úrovně zisku podniku. Pro vlastní výpočet lze vyjít z jednoduchého vzorce:

$$HP = \frac{Z}{r}, \quad (2.36)$$

kde HP je hodnota podniku, Z je trvale dosažitelný zisk odvozený od minulého, resp. budoucího vývoje, a r je míra kapitalizace.“

Klíčovým okamžikem je tedy výpočet trvale udržitelného zisku, pomocí něhož bude vypočítána hodnota podniku. Pro výpočet využijeme paušální metody, jejíž aplikace je založena na vyčíslení upraveného hospodářského výsledku¹ (dále jen „UHV“). UHV je nutné upravit o vliv inflace na základě použití řetězových² a bazických³ cenových indexů. Trvale udržitelný zisk před odpisy je stanoven pomocí vzorce

$$Z = \frac{\sum_{t=1}^T w_t \cdot UHV_t}{\sum_{t=1}^T w_t}, \quad (2.37)$$

¹ UHV před odpisy = hospodářský výsledek před zdaněním – finanční výnosy – mimořádné výnosy – tržby z prodeje dlouhodobého majetku + odpisy + mimořádné náklady + zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku

² Cenový index řetězový: $CI_R = (\text{inflace v příslušném roce} + 100) / 100$

³ Cenový index bazický: $CI_{B(t)} = (1 / CI_{R(t+1)} \cdot CI_{R(t+2)} \cdot CI_{R(t+3)})$

kde Z je trvale udržitelný zisk, UHV_t jsou upravené hospodářské výsledky v jednotlivých letech, w_t jsou váhy přiřazené jednotlivým rokům, T je počet let zahrnutých do výpočtu.

Jelikož je základem ocenění na základě metody kapitalizovaných zisků výnosový potenciál k datu ocenění a jelikož nejsou zpravidla brány růstové možnosti firmy, takto stanovenou hodnotu podniku můžeme považovat za dolní hranici výnosové hodnoty firmy.

2.6.4 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Metodu ekonomické přidané hodnoty (*economic value addend – EVA*) řadíme k novým modelům. Základním rozdílem proti jiným metodám ocenění je využití ukazatele EVA, který je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Autoři metody EVA jsou Američané Stewart a Stern.

U výpočtu hodnoty firmy pomocí EVA se v praxi používá varianta Entity, tedy ocenění celkového kapitálu. Hodnota podniku vypočtená dle metody ekonomické přidané hodnoty je počítána jako současná hodnota budoucích EVA, tedy pomocí vzorce

$$V = \sum_t^T EVA_t \cdot (1 + R)^{-t}. \quad (2.38)$$

K výpočtu ukazatele EVA je nutné znát tři veličiny:

- operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní (obdoba korigovaného provozního zisku),
- kapitál vázaný v aktivech nutných pro dosažení operačního zisku, tedy čistá operační aktiva (v zásadě odpovídající veličině provozně nutný investovaný kapitál pro metodu DCF) a
- průměrné vážené náklady kapitálu.

Výpočet EVA lze popsat pomocí vzorce

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot NOA, \quad (2.39)$$

kde *NOPAT* (*net operating profit after taxes*) je zisk z operační činnosti po dani, *WACC* (*weighted average cost of capital*) jsou průměrné náklady kapitálu a *NOA* (*net operating assets*) jsou čistá operační aktiva.

Dle autora Mařík (2007) „Rozhodující úlohu v tomto přístupu k oceňování má tržní přidaná hodnota, nebo též hodnota přidaná trhem (*market value addend - MVA*). *MVA* je vlastně jakýsi provozní goodwill. Vtah mezi *MVA* a *EVA* vyjadřuje tento výrok: *EVA* měří úspěch společnosti během minulého roku; *MVA* je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.“

Pro výpočet hodnoty firmy je obvykle volena dvoufázová metoda. Fáze druhá bývá počítána jako věčná renta ze stabilní *EVA* do nekonečna. Využívání ukazatele *EVA* je zajímavé z důvodu dobré ilustrace hlavních faktorů tvorby hodnoty.

2.6.5 Specifika ocenění firmy cyklického odvětví

Obsah této podkapitoly vychází především z publikace Koller, Goedhart, Wessels (2005).

Oceňování podniků v průmyslových odvětvích náchylných k výrazným výkyvům v ziskovosti představuje zvláštní potíže. Hlavním viníkem těchto problémů při odhadování budoucích peněžních toků je použití současné výkonnosti jako výchozího bodu ocenění. Obtížnost prognózy zisku cyklických společností spočívá v nejistotě, zda současný hospodářský cyklus zvítězí nebo ne. To vede k nadhodnoceným prognózovaným ziskům v období vrcholu a podhodnoceným prognózovaným ziskům v období recese. V konečném důsledku je firma buď nadhodnocena, tržní cena firmy je vyšší než odhad hodnoty stanovený na základě metody DCF v době vrcholu, anebo podhodnocena, tržní cena je nižší než odhad hodnoty DCF v době recese.

Je tedy nutné určit historickou a současnou výkonnost firmy. Pokles současné výkonnosti firmy nemusí znamenat dlouhodobě negativní trend, ale může se jednat o změnu cyklu.

Použijeme-li pro ocenění společnosti metodu DCF a budeme předpokládat dokonalou predikovatelnost cykličnosti daného odvětví, budeme očekávat, že hodnota firmy se bude pohybovat stejně jako zisk. Ovšem hodnota firmy stanovená pomocí DCF by vykazovala mnohem menší volatilitu než zisk či peněžní toky z důvodu redukce budoucích očekávaných peněžních toků do jedné hodnoty v rámci metody DCF. Jakákoliv hodnota v jednom roce není důležitá, neboť vysoké zisky cyklických společností jsou vyrovnány nízkými zisky. Platí tedy, že kurzy akcií cyklických společností jsou více volatilní než jejich predikovaná hodnota DCF.

Analýzy ukazují, že podniky cyklických odvětví při prognózování peněžních toků a zisků zcela opomíjejí cykličnost. Nicméně mohou nastat případy, kdy i v období vykazovaného

dlouhodobého rostoucího tempa růstu hrubého domácího produktu zisky firem dosáhnou nejen vrcholu ale i dna. To dokazuje analýza⁴, která byla provedena na vzorku 35-ti amerických společností v období dlouhodobého tempa růstu HDP USA v období 1983 – 1997. Výsledky analýzy ukázaly, že 32 z 35-ti společností dosáhlo jak na vrchol, tak na dno v periodě 1998 – 1994. Další dvě společnosti dosáhly v roce 1987 svého vrcholu.

Je patrné, že cykly jsou těžko předvídatelné, obzvláště jejich inflexní body. Ocenění na základě jednoho scénáře nemůže být nikdy správné. Nedostatky jedné prognózy mohou být eliminovány pouze na základě vícescénářového pravděpodobnostního přístupu. Základem je využití alespoň dvouscénářového pravděpodobnostního přístupu, jehož aplikace je následující Koller, Goedhard, Wessels (2005)

- konstrukce a hodnota scénáře „normálního cyklu“ pomocí informací o minulém vývoji,
- konstrukce a hodnota scénáře nové trendové linie na základě posledního výkonu společnosti,
- stanovení ekonomického základu pro oba scénáře prostřednictvím faktorů jako je požadovaný růst, příchod a odchod společností z odvětví, či technologické změny mající vliv na změnu nabídky a poptávky po produkci,
- určení pravděpodobnosti scénářů a přiřazení váhy každému z nich.

⁴ Více viz: <http://people.few.eur.nl/steenbeek/papers/cyclicals.pdf>

3 Analýza trhu a charakteristika oceňované cyklické společnosti

Kapitola je věnována charakteristice cyklických odvětví, stavebnímu průmyslu v České republice, charakteristice oceňovaného podniku. Následně jsou provedeny analýzy, strategická a finanční, které jsou shrnuty pomocí SWOT analýzy.

3.1 Charakteristika cyklického odvětví

Hospodářský cyklus vyjadřuje kolísání ekonomické aktivity okolo dlouhodobého trendu. Cyklem je pojmenováno nepravidelné střídání růstu a poklesu. Toto kolísání je často měřeno pomocí hrubého domácího produktu (dále jen „HDP“). Každá ekonomika prochází všemi částmi cyklu. Expanze je první fází, která začíná dnem a končí vrcholem cyklu. Ekonomika roste, výrobní faktory jsou plně využívány, firmy investují, nezaměstnanost klesá. Postupem času se ekonomika začne „přehřívat“, tzn. že reálný produkt je nad potencionálním, jsou plně využívány výrobní faktory, roste inflace. Vznikají nadbytečná pracovní místa, která byla vytvořena v době pozitivního očekávání. Ekonomika postupně zpomaluje a v některých případech může sklouznout do recese. Dlouhotrvající a hlubokou recesi označujeme jako deprese. Celý hospodářský cyklus trvá 8 - 12 let a poté se opakuje.

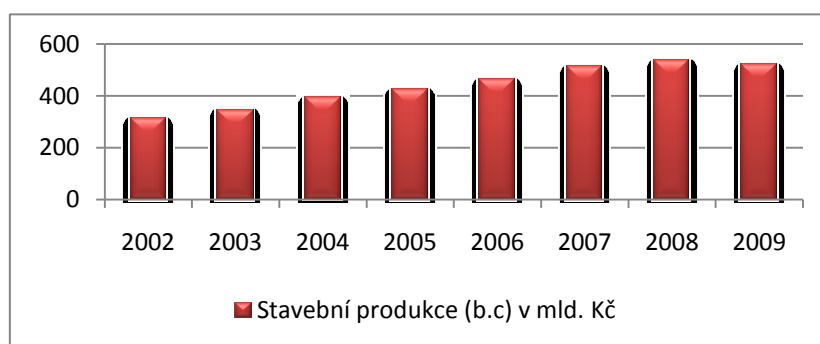
Každé odvětví, ve kterém firmy působí, reaguje na hospodářský vývoj jinak. Dle způsobu reakce odvětví na vývoj HDP rozlišujeme tři skupiny odvětví. Anticyklická odvětví produkují levnější substituty drahých produktů, proto v období ekonomického poklesu poptávka po těchto levnějších výrobcích a službách roste a naopak. Mezi neutrální odvětví patří společnosti produkující statky nezbytné potřeby či návykové výrobky. Vývoj tržeb a zisků není tedy hospodářským vývojem příliš ovlivněn. Cyklická odvětví produkují statky zbytné spotřeby, tedy výrobky, které nutně nepotřebujeme a jejichž spotřebu můžeme odložit do budoucna. V konjunktře mají firmy cyklických odvětví vysoké zisky a tržby, v recesi poptávka po této produkci klesá spolu se zisky. Jedná se o společnosti, jejichž tržby a zisky jsou prokázány opakující se posloupností přírůstků a úbytků. Jako příklad cyklického odvětví můžeme uvést letecký průmysl, automobilový průmysl, elektrotechnický průmysl, papírenský průmysl a také průmysl stavební.

3.2 Vývoj stavebního průmyslu v České republice

Stavební výroba je jedním z indikátorů ekonomického stavu celého státu, její intenzita je považována za předstihový ukazatel vývoje HDP, který HDP předbíhá asi o půl roku. Intenzita stavební výroby v regionech souvisí s přílivem zahraničních investic. Přímo s investicemi do výrobních a obchodních prostředků, neboť ty sebou většinou nesou potřebu výstavby nových výrobních hal, skladů, obchodů apod. Nepřímá souvislost existuje mezi dovozem samotných prostředků na investice a stavebnictvím. Přílivem zahraničních peněz do systému české ekonomiky se tedy zlepšují samozřejmě i podmínky pro rozvoj stavebnictví. Významnými indikátory trendů poptávky po stavební produkci jsou tedy makroekonomický vývoj, investiční aktivita v ekonomice, zakázky stavebních firem a vydaná stavební povolení.

Od doby vzniku České republiky, od roku 1993, u nás docházelo k růstu objemu stavební produkce, avšak v mezidobí 1997 - 1999 panovala tříletá recese ve stavebnictví, kdy za rok s nejhoršími výsledky považujeme rok 1998, kdy došlo k největšímu poklesu. Důvodem byla zavedená fiskální restrikce v polovině roku 1996 a zpomalující se hospodářství ČR od počátku roku 1997 a jeho vyvrcholení v recesi, která trvala do roku 1999. Vývoj stavební produkce v České republice vyjádřen v běžných cenách je zobrazen v Grafu 3.1, ze kterého lze vyčíst, že od roku 1999 docházelo k dynamickému rozvoji českého stavebnictví, který byl narušen mírným poklesem v roce 2009.

Graf 3.1 Vývoj stavební výroby v České republice v letech 2002 – 2009



Zdroj: MPO, konstrukce vlastní

V roce 2000 dochází k meziročnímu růstu ve stavebnictví o 5,3 %, v roce 2001 téměř dvojnásobně o 9,6 %. Zdrojem obnovy toho růstu byla investiční aktivita v průmyslu, velké investiční zakázky v dopravní infrastruktuře (např. výstavba metra v Praze a silničních obchvatů) a výstavba administrativních budov (především v Brně a Praze). Nepříznivá situace zůstávala v bytové výstavbě. Růst celkové stavební výroby pokračoval nepřetržitě již třetím rokem, avšak jeho dynamika se v roce 2002 zpomalila na 2,5 % z důvodu nižší investiční

aktivity v podnikatelském sektoru (a také vysoké srovnávací základny roku 2001). V roce 2003 dosáhla stavební výroba tempa růstu ve výši 8,9 %, zdrojem růstu je investiční a státní výstavba, ale také oživení výstavby bytové. Solidní meziroční růst vykazovala stavební výroba také v roce 2004, kdy stavební výroba dosáhla zatím nejvyšší dynamiky a to 9,7 % z důvodu státních zakázek v oblasti dopravní infrastruktury (např. výstavba železničních koridorů), předchozím přílivem přímých zahraničních investic, výstavbou logistických center a rozvojem bytové výstavby. Stavební růst pokračoval i v roce 2005, kdy růstová dynamika dosáhla 4,2 % (výsledky byly ovlivněny zvýšením sazby DPH ze stavební práce z 5 % na 19 %). Zdrojem růstu byly významné investiční projekty v oblasti inženýrského stavitelství, a to zejména dopravní infrastruktury (výstavba dálnic, rozšiřování kapacity letišť) a pokračující růst bytové výstavby. V roce 2006 stavební výroba opět rostla vysokým meziročním tempem 6,6 %. Hlavními faktory rozvoje byly rozsáhlé developerské stavební projekty zahraničních investorů zaměřených především na výstavbu administrativních a multifunkčních center a i nadále intenzivní bytová výstavba. Také v roce 2007 dosáhla stavební produkce jako celek solidního meziročního růstu 6,7 % a to především díky pozemnímu stavitelství zaměřeného především na výstavbu výrobních hal a i nadále intenzivní bytové výstavbě. V roce 2008 dochází již k mírnému růstu ve výši 0,6 %, kdy růst inženýrského stavitelství ve výši 11,8 % stačil kompenzovat propad pozemního stavitelství o 6,6 %. Zde již můžeme pozorovat stavební produkci jako předstihový indikátor HDP, zatímco na HDP dosud nebyla podepsaná nastupující krize, v oblasti české stavební výroby již v roce 2008 zaznamenána byla. V roce 2009 české stavebnictví zaznamenalo poprvé pokles a to o 1 %. Podíváme-li se na průběh tohoto roku blíže, můžeme zjistit, že výrazný meziroční pokles byl zaznamenán pouze v prvním čtvrtletí roku 2009 a to o 11,4 %, ve čtvrtém čtvrtletí 2009 již byl pozorován růst o 2,7 %. Na udržení relativně dobrých výsledků české stavební produkce mělo rozhodující vliv inženýrské stavitelství (zejména pak stavby dopravní infrastruktury financované z veřejných zdrojů a z fondů EU). S problémy se naopak potýká pozemní stavitelství. Můžeme říci, že výrazně vyšší růst inženýrského stavitelství ve srovnání s pozemním stavitelstvím se již staly dlouhodobou charakteristikou českého stavebnictví. Tento rozdíl byl ještě zvýrazněn hospodářskou krizí, kdy inženýrské stavitelství podporovaly probíhající stavby financované z veřejných zdrojů.

České stavebnictví, které má za sebou již zmíněné období několikaletého růstu, bylo příznivě ovlivněno vstupem ekonomiky do Evropské unie, který znamenal výrazný příliv zahraničního kapitálu a tedy rozšíření kapacity stavebního trhu pro tuzemské firmy.

Stavebnictví v České republice patří, stejně jako v ostatních zemích EU, mezi významná národohospodářská odvětví. Například v roce 2008 byla intenzita stavění v ČR o 16,5 % vyšší, než je západoevropský průměr. Více jak osmiletá konjunktura stavebnictví odrážela celkový příznivý vývoj v euroregionu. Stavební konjunktura se v posledních letech opírala o masivní poptávku soukromého a veřejného sektoru spolu se zahraničními investicemi. V posledních několika letech jsou hlavním okruhem stavby inženýrského stavitelství. V současné době se stavebnictví podílí zhruba 7 až 8 % na tvorbě HDP.

3.3 Představení společnosti

Obchodní firma:	ABC, s.r.o.
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Datum založení:	24. 3. 1995
Sídlo:	Krnovská ulice 51, 792 01 Bruntál
IČO:	62360213
Registrace:	Krajský soud v Ostravě, oddíl oddíl C, vložka 8072
Základní kapitál:	100 000 Kč

Hlavním předmětem činnosti společnosti ABC, s.r.o. jsou:

- silniční motorová doprava,
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování a
- projektová činnost ve výstavbě.

Společnost ABC, s.r.o. byla založena v roce 1995 s cílem vybudovat stavební společnost specializovanou na dopravní stavby s regionálním působením. Od roku 2000 se firma snaží uskutečňovat i rozsáhlé stavební projekty pro nejvýznamnější investory.

V roce 2001 získala společnost rozhodující zakázky na území okresů Bruntál a Opava. Z důvodu vyčerpání kapacity výrobního zařízení se firma rozhodla k zásadní obměně rozhodujících technologických prvků a strojního vybavení.

V roce 2002 poprvé stavební společnost ABC, s.r.o. překročila obrát 100 milionů korun. Základním projektem byla privatizace areálu obalovny v Bruntále a postupné rozšiřování činnosti na veškeré stavební práce nezbytné k samostatnému provádění údržby, oprav, rekonstrukcí a novostaveb pozemních komunikací. V tomtéž roce byla dokončena obměna rozhodujících technologických prvků a strojního vybavení.

Rok 2003 byl rokem úspěšným, obrat dosáhl výše 120 milionů korun. Mezi významné zakázky realizované v roce 2003 patří např. rekonstrukce zámeckého náměstí v Hradci nad Moravicí, rekonstrukce místních komunikací v obci Dlouhá Loučka a také rekonstrukce ulice Vančurova v Bruntále.

V roce 2004 dochází k opětovnému nárůstu obratu na 170 milionů korun. Mezi významné zakázky realizované v roce 2004 byla rekonstrukce Dolního náměstí v Opavě. Rok 2005 byl pro společnost úspěšný jak po stránce získávání zakázek a udržení obchodního obratu firmy tak i po stránce výsledného ekonomického efektu společnosti, obrat v tomto roce dosahoval výše 183 milionů korun.

Společnost ABC, s.r.o. dosáhla v roce 2006 obrat 356 milionů korun. V roce 2006 podepsal jednatel společnosti smlouvu s firmou WALO, Zurich na dodávku speciálních živičných směsí pro opravu horní nádrže přečerpávací vodní elektrárny Dlouhé Stráně, zakázka byla realizována v roce 2007.

Rok 2008 byl pro společnost opět příznivý, obrat byl ve výši 555 milionů korun. Mezi významné projekty realizované v tomto roce patří například oprava povodňových škod v Dolních Povelicích a v Bohušově či výstavba Pohřebiště na Uhlířském vrchu v Bruntále.

V roce 2009 firma dosáhla obratu 540 milionů korun. Dostavba kanalizačního systému města Albrechtice či regenerace městského parku na ulici Kavalcova v Bruntále patřily k významným projektům roku 2009.

3.4 Strategická analýza

V této podkapitole bude analyzován vnější a vnitřní potenciál firmy za účelem odhadu budoucích tržeb firmy ABC, s.r.o.

3.4.1 Vnější potenciál

Prvním krokem analýzy vnějšího potenciálu je vymezení relevantního trhu, v němž oceňovaný podnik působí. Hlavní činností podniku ABC, s.r.o. jsou stavební práce, pozemní a inženýrské stavitelství, které je zařazeno dle OKEČ do oddílu F – stavebnictví, třídy 45. Vzhledem k tomu, že firma ABC, s.r.o. působí v Moravskoslezském kraji a Olomouckém kraji, byl relevantní trh vymezen na stavební produkci v Moravskoslezském a Olomouckém

kraji. Vývoj relevantního trhu je vyjádřen pomocí Tab 3.1, ze které můžeme vyčíst, že průměrné roční tempo růstu relevantního trhu je 5,84 %.

Tab 3.1 Vývoj relevantního trhu v letech 2004 – 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
stavební produkce ČR (mld. Kč)	394,30	422,70	463,10	511,00	536,60	520,90
stavební produkce MS a OL kraj (mld.Kč)	70,97	76,09	83,36	91,98	96,59	93,76
tempo růstu relevantního trhu	-	7,20%	9,56%	10,34%	5,01%	-2,93%
průměrné roční tempo růstu trhu	5,84%					

Zdroj: MPO, konstrukce vlastní

Nyní je třeba se zaměřit na faktory, které ovlivňují relevantní trh. Mezi tyto faktory řadíme základní makroekonomické indikátory, kterými jsou HDP, inflace, úrokové sazby či fiskální politika státu. Vývoj těchto indikátorů spolu s aktuální predikcí je zobrazen prostřednictvím Tab 3.2.

Tab 3.2 Vývoj makroekonomických indikátorů a jejich aktuální predikce

		2007	2008	2009	2010	2011	2012
		<i>Odhad Aktuální predikce</i>					
Hrubý domácí produkt	růst v % s.c.	6,1	2,5	-4,1	2,5	2,2	2,7
Spotřeba domácností	růst v % s.c.	5,0	3,6	-0,2	1,0	1,0	2,8
Spotřeba vlády	růst v % s.c.	0,5	1,1	2,6	0,2	-3,5	-2,7
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v % s.c.	10,8	-1,5	-7,9	0,0	0,8	3,6
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	1,1	1,3	-0,6	0,4	1,7	1,0
Deflátor HDP	růst v %	3,4	1,8	2,5	-0,6	0,8	1,8
Průměrná míra inflace	%	2,8	6,3	1,0	1,5	2,3	2,4
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	1,9	1,6	-1,4	-1,0	0,3	0,6
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	5,3	4,4	6,7	7,3	7,2	6,8
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v % b.c.	9,4	8,7	0,0	0,5	3,1	4,7
Podíl BÚ na HDP	%	-3,2	-0,6	-1,0	-2,8	-2,5	-2,8
<u>Předpoklady:</u>							
Směnný kurz CZK/EUR		27,8	24,9	26,4	25,3	24,3	23,6
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	4,3	4,6	4,7	3,7	3,8	3,8
Ropa Brent	USD/barel	73	98	62	80	88	94
HDP eurozóny (EA12)	růst v % s.c.	2,8	0,4	-4,1	1,7	1,7	2,0

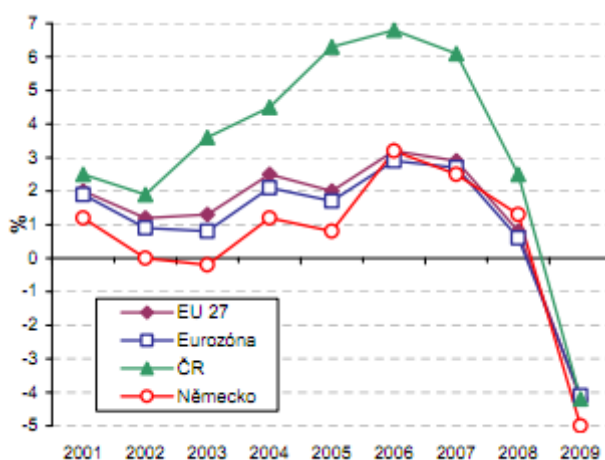
Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Hrubý domácí produkt

Zrychlující tempo meziročního přírůstku HDP v České republice, které bylo započato v roce 2003, pokračovalo až do svého vrcholu v roce 2006, kdy toto tempo růstu dosáhlo nejvyšší hodnoty v historii České republiky, a to 6,8 %. Hospodářské zpomalení, které začalo v druhé polovině roku 2007, zpomalení tempa růstu na hodnotu 6 %, a pokračovalo v roce 2008, zpomalení tempa růstu na hodnu 4 %, dolehlo na českou ekonomiku nejsilněji na počátku roku 2009. Česká republika se ocitla v recesi. V průběhu celého roku 2009 byl již

zaznamenán meziroční pokles výkonu české ekonomiky, HDP se snížil o 4,2 %, přestože ve třetím a čtvrtém čtvrtletí sezónně očištěný HDP mezičtvrtletně rostl. Tato skutečnost byla výsledkem nepříznivého vnitřního i vnějšího vývoje, poklesu tuzemských i zahraničních zakázek, respektive nedostatečného odbytu výrobků na vnitřním i vnějším trhu. Hospodářství ČR je proexportně orientované a provázané především s ekonomikami EU. V průběhu roku 2009 docházelo k mimořádně nerovnoměrným výkyvům jednotlivých složek HDP, složek dovozu a vývozu v jednotlivých čtvrtletích neměly v ČR obdoby. Vývoj tempa růstu HDP nejen v České republice je zobrazen pomocí Grafu 3.2.

Graf 3.2 Meziroční tempo růstu HDPH v letech 2001- 2009 (v %)



Zdroj: ČSÚ

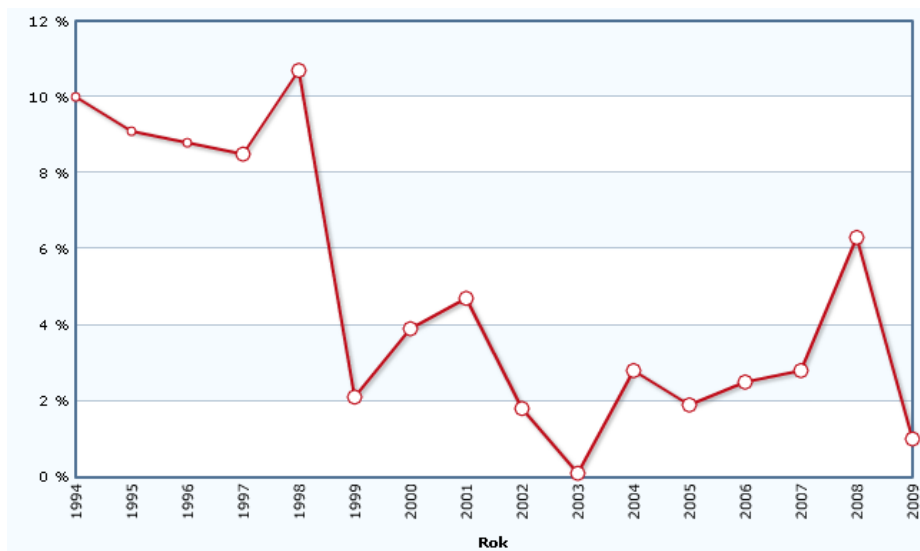
Jelikož je stavebnictví cyklickým odvětvím, není pochyb o obdobném vývoji v rámci stavební produkce. Nicméně je nutné poznamenat, že stavebnictví nebylo hospodářskou krizí zasáhnuté tolik jako například sám průmysl. Stavební produkce klesla v roce 2009 meziročně pouze o 1% a to především vlivem propadu v 1. čtvrtletí, v ostatních čtvrtletích roku již byla v kladných hodnotách. V souvislosti s tímto poklesem došlo k poklesu relevantního trhu z 96,59 mld. Kč na 93,76 mld. Kč. Vzhledem k prognózovanému vývoji HDP v Tab 3.2 můžeme tedy očekávat zlepšení i v rámci relevantního trhu.

Inflace

Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za dvanáct posledních měsíců proti průměru dvanácti předchozích měsíců. Jak vypadal minulý vývoj inflace od roku 1994 do roku 2009, je znázorněno v Grafu 3.3. Míra inflace začala od roku 2005 vykazovat rostoucí

trend, který vyvrcholil v roce 2008, kdy průměrná míra inflace dosáhla hodnoty 6,3 %. Z administrativních opatření se do meziroční inflace promítlo zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 %.

Graf 3.3 Vývoj inflace – průměrný roční index spotřebitelských cen 1994 – 2009



Zdroj: ČSÚ

Budoucí vývoj inflace lze pozorovat prostřednictvím prognózy inflace na horizontu měnové politiky, která je zobrazena také v Tab 3.2. Odhad inflace pro rok 2010 je 1,5 %, pro rok 2011 2,3 % a pro rok 2012 je odhad ve výši 2,4%.

Úrokové sazby

V souvislosti s úrokovými sazbami je nutné se zaměřit na úrokové sazby ČNB. Každá banka, která má v ČR bankovní licenci, je povinná držet na svém účtu u ČNB předem stanovený objem peněžních prostředků z nebankovních vkladů, to se nazývá povinná minimální rezerva (PMR).

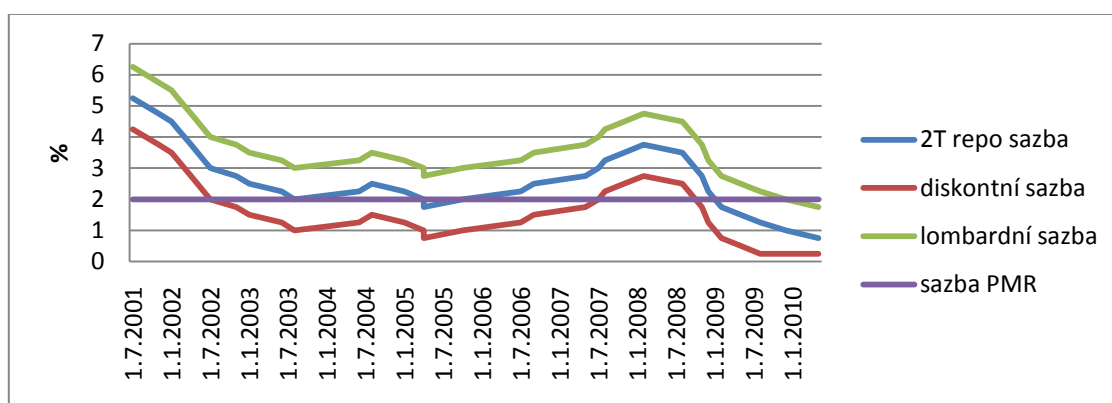
Banky mají možnost uložit přes noc u ČNB přebytečnou likviditu, takto uložená depozita jsou úročena diskontní sazbou, která proto obvykle představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Touto sazbou tedy ČNB ovlivňuje zprostředkovaně měnovou bázi.

Repo operace jsou hlavním měnovým nástrojem ČNB, kterým ovlivňují množství peněz v ekonomice, měnovou bázi. Banka stahuje měnu z oběhu prodejem svým cenných papírů a naopak. Obě strany jsou v rámci této operace zavázány, že po uplynutí doby splatnosti, dojde

k navrácení cenných papírů ČNB a současně navrácení věřitelské bance zapůjčenou jistinu, která je zvýšená o dohodnutý úrok. Základní doba těchto operací je 14 dní. Repo sazba je maximální limitní sazba, za kterou mohou být banky při repo operacích uspokojovány.

Lombardní úrok je úrok z lombardního úvěru. Tento typ úvěru je poskytován centrální bankou komerčním bankám proti zajištění zástavou cenných papírů. Banky si můžou přes noc od ČNB vypůjčit formou repo operace likviditu. Lombardní sazba je tedy horní mezí pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Jaký byl minulý vývoj úrokových sazeb České národní banky od roku 2001 po současnost, je zřehledněno v Grafu 3.4.

Graf 3.4 Vývoj úrokových sazeb ČNB



Zdroj: ČNB, vlastní konstrukce

Na základě uvedeného grafu můžeme říct, že do poloviny roku 2008 byly zaznamenány rostoucí tendence úrokových sazeb peněžního trhu, od druhé poloviny však můžeme sledovat pokles těchto úrokových sazeb z důvodu finanční krize. Jedinou neměnnou sazbou zůstává sazba povinných minimálních rezerv, která je ve výši 2 %.

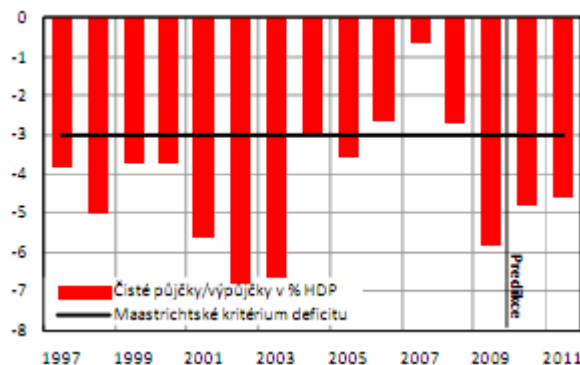
Fiskální politika státu

Vzhledem k tomu, že v rámci relevantního trhu hovoříme o stavební produkci firem, která je velkou měrou závislá na místních a veřejných rozpočtech, je nutné se zaměřit v rámci analýzy vnějšího prostředí také na fiskální politiku státu.

Nejdůležitější prioritou ČR v makroekonomické oblasti je konsolidace veřejných financí. Pokračování reformy veřejných financí se zaměřuje na postupné snižování podílu deficitu veřejných financí na HDP. Hospodaření sektoru vládních institucí bylo v minulých letech (2006 – 2007) pozitivně ovlivněno především vrcholící fází ekonomického cyklu. Ekonomická recese však již od roku 2008 přinesla zhoršení výsledků a opětovně odhaluje

strukturální problémy na výdajové straně veřejných rozpočtů. V roce 2009 můžeme pozorovat růst salda vládního sektoru na výši 5,9 % HDP. Vývoj salda vládního sektoru vyjádřeného v % HDP je zobrazen v Grafu 3.5. Vidíme, že od roku 2009 neplníme Maastrichtské kritérium vládního deficitu a že ani dle prognóz v nejbližších letech plnit toto kritérium nebudeme.

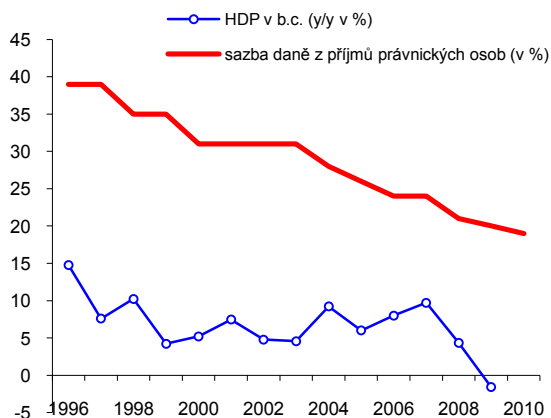
Graf 3.5 Vývoj salda vládního sektoru (v % HDP)



Zdroj: Ministerstvo financí České republiky

Další významnou oblastí fiskální politiky je daňová soustava. Výše daňových sazeb je pokládána za významný faktor, podle něhož se zejména přímí zahraniční investoři rozhodují o alokaci svého kapitálu. Vedle daně z přidané hodnoty a spotřebních daní hraje roli především daň z příjmů právnických osob v podobě procentní sazby. Obecně se tvrdí, že daňové zatížení by mělo být co nejnižší, protože je stimulem ekonomického růstu a tedy rostoucího HDP. Snižování daňové sazby by mělo podpořit ekonomický růst, protože podnikateli zůstává k dispozici z docíleného zisku před zdaněním více finančních prostředků. Hodnocení přímého dopadu úrovně daňové sazby na HDP není jednoznačné, což lze vidět v Grafu 3.6.

Graf 3.6 Sazby daně z příjmu právnických osob a HDP



Zdroj: ČSÚ

Z Grafu 3.6 můžeme vypořizovat klesající tendenci daně z příjmu právnických osob, ta by měla znamenat podporu podnikatelské činnosti. V roce 2009 byla sazba daně této daně ve výši 20 %, v roce 2010 již 19 %. Dále se neuvažuje o dalším poklesu sazby daně z příjmu právnických osob.

Důležitou roli také sehrála změna daně z přidané hodnoty ve stavebnictví, kdy ze snížené sazby daně 5 %, se v roce 2004 přešlo na základní sazbu daně ve výši 19 %.

3.4.2 Vnitřní potenciál

V této část bude pozornost věnována vývoji tržního podílu firmy ABC, s.r.o, analýze konkurence, personálních faktorů a odběratelů. K tomu, aby mohl být stanoven tržní podíl, je potřeba si vyčíslet velikost tržeb této firmy. Vývoj tržeb, tempa růstu tržeb v jednotlivých letech a průměrné tempo růstu tržeb jsou zachyceny v Tab 3.3, ze které můžeme vyčíst, že průměrné tempo růstu tržeb společnosti ABC,s.r.o. je 30,76 %.

Tab 3.3 Vývoj tržeb a tempa růstu tržeb firmy ABC, s.r.o. v období 2004 až 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
tržby celkem (tis. Kč)	171 354	183 166	378 271	444 634	562 084	542 086
tempo růstu tržeb	-	6,89%	106,52%	17,54%	26,41%	-3,56%
průměrné roční tempo růstu tržeb	30,76%					

Tržní podíl je stanoven jako podíl tržeb firmy na tržbách trhu. Vývoj tržního podílu je zřehledněn pomocí Tab 3.4, ze které můžeme vypořizovat, že vývoj tržního podílu má rostoucí tendenci a v posledním sledovaném roce 2009 byl ve výši 0,58 %.

Tab 3.4 Vývoj tržního podílu v období 2004 až 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
stav. produkce MS a OL kraj (mil. Kč)	70 974	76 086	83 358	91 980	96 588	93 762
tržby celkem (mil. Kč)	171,354	183,166	378,271	444,634	562,084	542,086
tržní podíl	0,24%	0,24%	0,45%	0,48%	0,58%	0,58%

Odběratelé

Mezi nejvýznamnější zákazníky firmy patří stát prostřednictvím Ředitelství silnic a dálnic ČR a krajské správy silnic především Olomouckého a Moravskoslezského kraje. Mezi významné zakázky realizované v letech 2004 až 2009 patřily i stavby pro investory z řad měst a obcí.

Konkurence

Jak již bylo uvedeno výše, společnost ABC, s.r.o. působí na stavebním trhu v kraji Moravskoslezském a Olomouckém.

Moravskoslezský kraj patří rozlohou ke středně velkým, ale je nejlidnatější, je zde nejvíce trvale žijících obyvatel ze všech krajů a hustota obyvatel je po Praze druhá největší. Největší podíl na stavebních pracích v kraji zaujímala ve sledovaném období (2000 – 2009) inženýrská výstavba, vyjma roku 2000, kdy převažovala výstavba bytů. Mezi významné stavební podniky se sídlem v kraji patří např. TCHAS, spol. s r. o., VOKD, a.s., ODS-Dopravní stavby Ostrava, a.s., VAMOUZ - servis, a.s. – všechny se sídlem v Ostravě, RD Rýmařov, spol. s r.o., a.s. a INPO, spol. s r.o. a CZ BASTAV s.r.o. se sídlem v Karviné, FEMONT OPAVA s.r.o. se sídlem ve Vávrovicích.

Olomoucký kraj je z hlediska velikosti území na osmém místě, podle hustoty obyvatel na sedmém místě, hustota obyvatel je 122 obyvatel na km². Podíl inženýrských staveb z celkového objemu stavebních prací v kraji se ve sledovaném období (2000 – 2009) pohyboval mezi 35,4 až 45,6 %. Mezi významné stavební podniky se sídlem v kraji patří GEMO OLMOUC, spol. s r.o. se sídlem v Olomouci, EKOZIS spol. s r. o. se sídlem v Zábřehu, FORTEX - AGS, a.s. se sídlem v Šumperku, MICOS, spol. s r.o., se sídlem v Prostějově.

Mezi uvedenými společnostmi se nacházejí firmy, které nepředstavují velkou konkurenci pro společnost ABC, s.r.o., neboť se zabývají jinou stavební činností. Většina těchto společností působí nejenom ve zmíněném kraji, nýbrž v celé republice, nebo i v zahraničí. Z tohoto důvodu nelze zjistit, jakým procentem se podílejí na relevantním trhu MS a OL kraje. Mezi přímou konkurenci firmy ABC, s.r.o. můžeme zařadit např. firmy:

- IDS-Inženýrské a dopravní stavby Olomouc a.s.,
- MOFIS CZECH, s.r.o.,
- Hydrospol, s.r.o.

IDS-Inženýrské a dopravní stavby Olomouc a.s. se sídlem v Olomouci je zaměřena na provádění staveb včetně jejich změn, udržovacích prací na nich a jejich odstraňování, zprostředkovatelskou činnost v oblasti stavební výroby, silniční motorovou dopravu nákladní a jiné činnosti. Průměrný počet zaměstnanců v roce 2009 je 79 zaměstnanců. Firma provádí také železniční síť a působí i v jiných krajích České republiky. Tržby za rok 2009 dosáhly výše 1 658 243 tis. Kč.

MOFIS CZECH s.r.o. je firma, která realizuje stavby v dopravních, inženýrských a pozemních stavbách. Investorům nabízí pomoc při supervizi projektové dokumentace s následným technickým dozorováním staveb. Průměrný počet zaměstnanců v roce 2009 je 28 zaměstnanců. V posledním sledovaném roce dosáhla firma tržeb ve výši 57 960 tis. Kč, tedy na relevantním trhu se podílí 0,062 %. Z tohoto hlediska je firma ABC, s.r.o. s tržním podílem za rok 2009 0,58 % silnější.

Hydrospol s.r.o. je stavební společností, která zajišťuje kompletní realizace a opravy inženýrských, vodohospodářských, dopravních a pozemních staveb. Dále pak bourací a demoliční práce, nákladní autodopravu, zemní a jeřábnické práce a projektovou činnost vodohospodářských, dopravních a pozemních staveb. Firma Hydrospol, s.r.o. je pro ABC, s.r.o. konkurencí především z hlediska místního, neboť se nachází ve Starém městě u Bruntálu. Průměrný počet zaměstnanců v roce 2009 je 32 zaměstnanců. V posledním sledovaném roce 2009 firma dosáhla tržeb ve výši 50 665 tis. Kč, tedy na relevantním trhu se podílí 0,054 %. Z tohoto hlediska je firma ABC, s.r.o. s tržním podílem za rok 2009 0,58 % opět silnější.

Management podniku

ABC, s.r.o. byla založena jedním společníkem a tak tomu je dosud. Od roku 2006 má společnost dva jednatele oprávněné jednat za společnost.

Společnost dbá na nejvyšší možnou kvalitu prací a současně na maximálně šetrný vztah k životnímu prostředí. Zaměstnanci sou rovněž v centru zájmu společnosti a to jak jejich odborný růst, tak jejich bezpečnost a ochrana zdraví při práci. Svůj pozitivní vztah k uvedeným skutečnostem prokazuje společnost svými certifikáty. Firma ABC,s.r.o. disponuje certifikáty v oblasti:

- jakost,
- enviroment a
- bezpečnost a ochrana zdraví při práci.

Certifikované systémy řízení prezentují systémový přístup managementu společnosti ABC, s.r.o. jak k řízení obecně, tak i k řízení jednotlivých oblastí činností celé společnosti.

V oblasti politiky jakosti byl společnosti vystaven certifikát, kterým se potvrzuje, že organizace má zaveden a udržován systém managementu jakosti odpovídající požadavkům ISO 9001:2001.

Za jeden z rozhodujících úkolů pro 21. století si lidstvo stanovilo péči o životní prostředí a společnost ABC, s.r.o. se snaží přispět k tomuto úkolu aktivní integrací péče o životní prostředí do všech svých podnikatelských aktivit. Výsledný produkt společnosti jako firmy specializované na stavby, opravy a údržbu pozemních komunikací je zaměřen k uspokojení potřeby kvalitního dopravního spojení pro nejširší veřejnost a to jak pěší tak motorizovanou. Společnost ABC s.r.o. má v souladu s ISO 14001 vytvořen firemní systém umožňující simultánní realizaci zlepšování vztahu k životnímu prostředí a ekonomického výkonu. Společnost pravidelně hodnotí svůj vliv na prostředí a stanovuje cíle pro vlastní zlepšování, kde se zaměřuje zejména na používání ekologicky přátelských technologií, vytváření podmínek pro znovupoužití recyklovatelných odpadů, používání moderního strojového parku garantujícího nižší emise a spotřeby surovin a energií a také na výchovu vlastních zaměstnanců a pozitivní ovlivňování jejich vztahu k životnímu prostředí.

V oblasti politiky bezpečnosti a ochrany zdraví při práci se společnost zavázala k dodržování veškerých platných legislativ týkajících se bezpečnosti a ochrany zdraví při práci, vytváření bezpečného a komfortního pracovního prostředí tak, aby předcházela pracovním úrazům, ohrožení života a veškerým škodám na materiálech a majetku společnosti a neustálému zlepšování kvality bezpečnosti a ochrany zdraví při práci. Dále se firma zavázala k zpřístupnění politiky BOZP dle OHSAS 18001:1999 všem zaměstnancům, investorů a veřejnosti.

Vize společnosti

Společnost ABC, s.r.o. chce být u v budoucnosti solidním a seriózním partnerem pro subjekty hospodařící se silniční sítí, místními a speciálními komunikacemi. Tomuto cíli jsou podřízena veškerá technická, organizační a personální rozhodnutí společnosti. Prioritou i pro budoucí období zůstává spokojený a vracející se zákazník.

Personál podniku

Personální politika je významným faktorem ovlivňujícím kvalitu i kvantitu výsledného díla a proto se společnost zaměřuje na zaměstnávání kvalifikovaných pracovníků a dále se stará o jejich odborný rozvoj. V současnosti pracuje ve firmě sedm zaměstnanců s vysokoškolským vzděláním a deset zaměstnanců se středoškolským vzděláním. Technickým pracovníkům firma vytváří podmínky pro další odborné vzdělávání formou školení, profesních seminářů apod. Firma si je vědoma rostoucího počtu tendrů na projekty podporované EU a nezbytností špičkového managementu dokonale ovládajícího obchodní a technickou angličtinu. Pro dělnické profese firma vybírá jen pracovníky se skutečným zájmem o práci. Pokud uchazeč o dlouhodobé zaměstnání neprokáže takové vlastnosti, je dříve či později propuštěn.

Dnem 1. 8. 2009 byla zahájena realizace projektu Vzdělávání zaměstnanců ke zvýšení jejich kvalifikace. Projekt vzdělávání zaměstnanců ABC s.r.o. je financován z prostředků ESF prostřednictvím operačního systému Lidské zdroje a zaměstnanost a státního rozpočtu ČR. Projekt byl zahájen dne 1. 8. 2009 a bude ukončen 31. 7. 2012.

Produkt

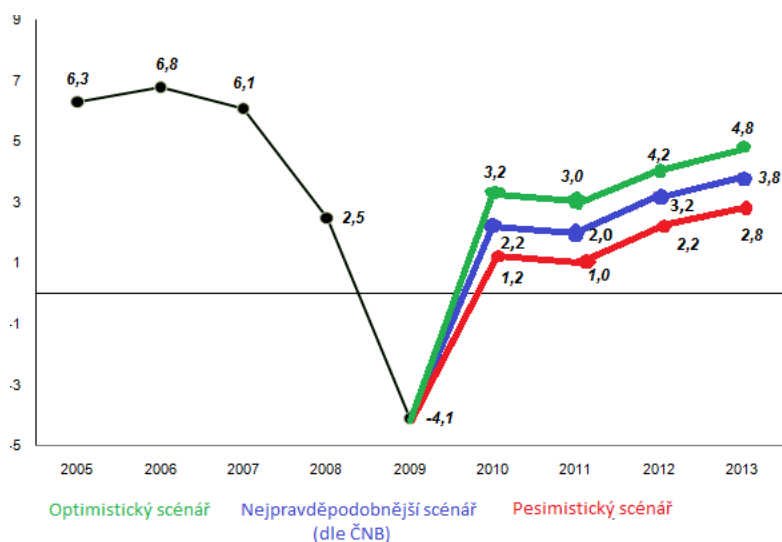
Firma ABC, s.r.o. se dále zabývá činnostmi:

- pokládka krytů vozovek,
- obalovna živičných směsí,
- recyklace vozovek za studena (opakované použití stmelových nebo nestmelových silničních stavebních materiálů),
- stavební práce,
- recyklační dvůr stavební sutě (odkupování kameniva, betonu a prodávání živičného a betonového recyklátu),
- silniční laboratoř (provádění zkoušek na asfaltové směsi, hotové vozovce, zhutnění zemin a sypanin, zrnitosti),
- betonárna (výroba betonů, vodostavebních betonů, betonů odolných proti agresivnímu prostředí, mechanicky zpevněného kameniva).

3.4.3 Prognóza tržeb

V této části je třeba stanovit prognózu tržeb firmy ABC, s.r.o. Prognóza tržeb bývá vyvozována ze strategické analýzy nebo z časové řady tržeb z minulosti. Vzhledem k tomu, že firma ABC, s.r.o. je společností cyklického odvětví, budou budoucí tržby odvozovány dle předpokládaného vývoje HDP. Prognóza tržeb bude provedena na roky 2010, 2011, 2012 a 2013, přičemž léta 2010 – 2012 budou představovat první fázi a rok 2013 bude představovat prognózu tržeb pro druhou fázi ocenění. V souvislosti s touto prognózou sledujeme v rámci budoucího vývoje tři scénáře – nejpravděpodobnější scénář dle odhadů České národní banky (střední scénář), pesimistický scénář (odchýlení o - 1 % od odhadu HDP dle ČNB) a optimistický scénář (odchýlení o + 1% od odhadu HDP dle ČNB). Tyto tři scénáře uvažovaného vývoje HDP vyjádřeného dle tempa růstu HDP jsou zřehledněny v následujícím Grafu 3.7.

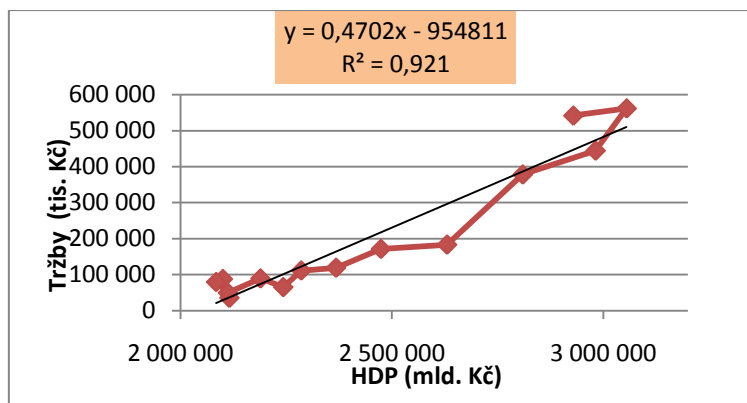
Graf 3.7 Prognózovaný vývoj HDP od roku 2010 do roku 2013



Z Grafu 3.7 je patrné, že v roce 2009 dosáhla ekonomická situace v ČR svého dna. Na základě znalosti teorie hospodářského cyklu můžeme tedy v dalších letech čekat oživení ekonomiky, což dokazuje prognóza ČNB, ze které vidíme, že prognózované tempo růstu HDP dle ČNB je v roce 2010 ve výši 2,2 %, v roce 2011 ve výši 2 %, v roce 2012 3,2 % a v roce 2013 3,8 %. Budeme-li prognózovat vývoj HDP na základě výchozího roku 2009, kdy došlo k poklesu HDP oproti roku předchozímu o 127 000 mil. Kč, dojde při ocenění společnosti k podhodnocení hodnoty firmy. Z daného důvodu budeme uvažovat jako výchozí rok, rok 2008, kdy hodnota HDP dosáhla výše 3 055 035 mil. Kč.

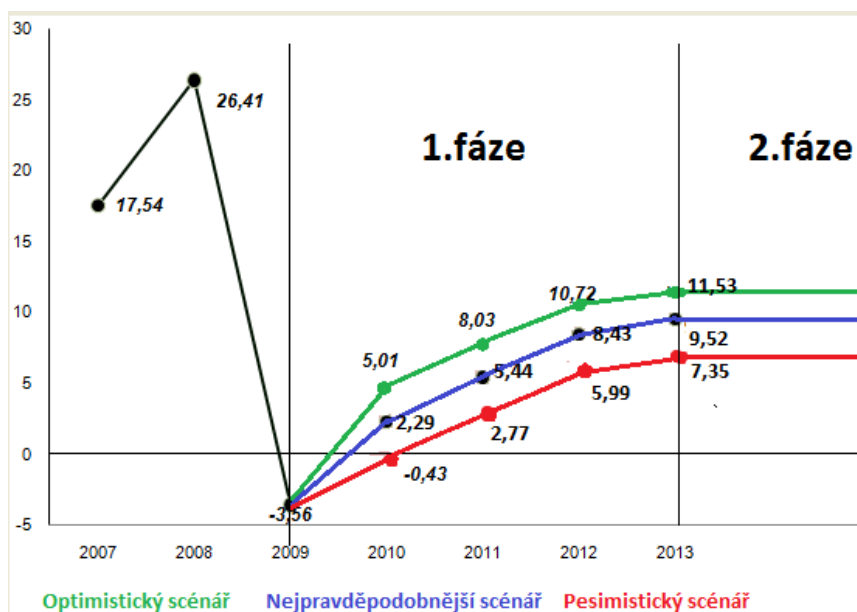
Abychom mohli odvozovat budoucí tržby firmy ABC, s.r.o. z prognózovaného HDP, je nutné nejdříve provést regresní analýzu vývoje tržeb firmy a vývoje HDP. Na základě údajů o tržbách a hodnotách HDP v letech 1996 – 2009 byla provedena regresní analýza, jejíž výsledek je zachycen pomocí Grafu 3.8.

Graf 3.8 Závislost tržeb firmy ABC, s.r.o. na HDP



Z Grafu 3.8 je patrné, že firma ABC, s.r.o. je skutečně firmou cyklického odvětví. Mezi vývojem tržeb firmy a vývojem HDP můžeme pozorovat lineární vztah, tedy s růstem HDP dochází k růstu tržeb firmy ABC, s.r.o. Součástí grafu je rovnice vyjadřující závislost tržeb firmy ABC, s.r.o. na vývoji HDP a ukazatel R^2 popisující z kolika procent daná regresní rovnice popisuje skutečnost. V našem případě tedy můžeme říci, že z 92,1 % odhadnutá rovnice tržeb popisuje skutečnost. Pomocí provedené regresní analýzy a prognózy tempa růstu HDP byly odvozeny tempa růstu tržeb firmy pro všechny tři scénáře. Odvozená prognóza tempa růstu tržeb je zachycena prostřednictvím Grafu 3.9.

Graf 3.9 Prognózovaný vývoj tempa růstu tržeb firmy ABC, s.r.o.



Z Grafu 3.9 je možné vyčíst obdobný vývoj tržeb jako vývoj HDP, neboť v roce 2009 také firma zaznamenala propad tempa růstu tržeb na -3,56 %, a to z důvodu ekonomické recese. Pro účely ocenění společnosti použijeme jako výchozí tržby, tržby roku 2009, které byly ve výši 542 086 tis. Kč. Opět můžeme sledovat pro budoucí roky kladné změny tržeb, vyjma roku 2010 pro pesimistický scénář, kdy na základě odhadovaného pesimistického vývoje HDP a regresní analýzy je tempo růstu vyčísleno ve výši - 0,43 %. Vyčíslené hodnoty tržeb pro prognózované období 2010 – 2013 jsou v Tab 3.5.

Tab 3.5 Prognóza tržeb firmy ABC, s.r.o. v tis. Kč

	skutečnost	prognóza		
2004	171 354	pesimistický scénář	střední scénář	optimistický scénář
2005	183 166			
2006	378 271			
2007	444 634			
2008	562 084			
2009	542 086			
2010		539 730	554 498	569 267
2011		554 676	584 685	614 989
2012		587 884	633 949	680 921
2013		631 080	694 321	759 436

3.5 Finanční analýza

Vstupní data pro zpracování finanční analýzy byla získána z finančních výkazů společnosti ABC, s.r.o. a to převážně z rozvahy a výkazu zisků a ztrát za léta 2004 – 2009, které jsou uvedeny v Příloze č. 1. Nejdříve bude provedena horizontální a vertikální analýza, následovně analýza vybraných poměrových ukazatelů včetně pyramidového rozkladu ukazatele ROE a také souhrnný ukazatel finanční pozice index IN.

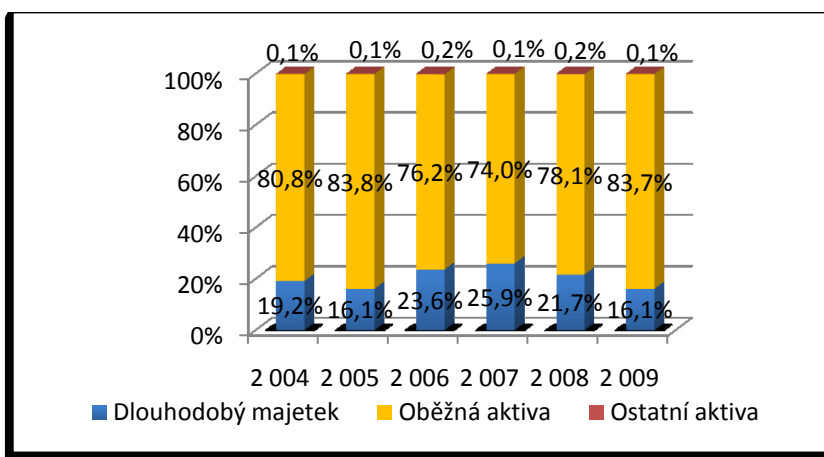
3.5.1 Vertikální a horizontální analýza

Vertikální a horizontální analýza je analýzou absolutních ukazatelů a zahrnuje vertikální analýzu rozvahy, horizontální analýzu rozvahy a horizontální analýzu výkazu zisků a ztrát. Úplná analýza absolutních ukazatelů společnosti je součástí Přílohy č. 2.

3.5.1.1 Vertikální analýza rozvahy

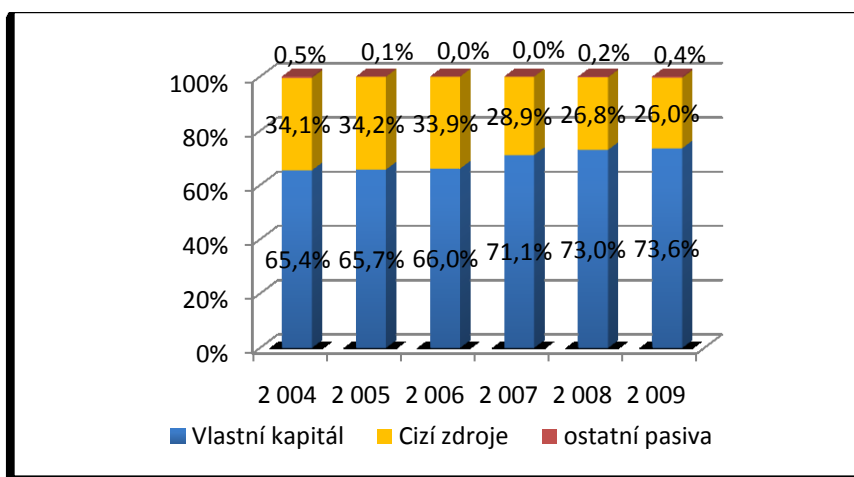
Nejprve se zaměříme na vertikální analýzu rozvahy, která tedy ukazuje na strukturu aktiv a pasiv společnosti ABC, s.r.o. ve sledovaném období. V této analýze je možné vysledovat, že aktiva jsou převážně tvořena oběžnými aktivy, z nichž nejvyšší část tvoří krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek. Podíly oběžného majetku na celkových aktivech v průběhu let 2005 – 2007 mírně klesaly. V dalších dvou letech dochází opět k růstu tohoto podílu, ten v roce 2009 dosáhl výše 83,7 % celkových aktiv. Společnost postupem let drží více peněz v oběžných aktivech a méně peněz ve stálých aktivech, což představuje pro podnik negativní faktor z hlediska méně efektivního zhodnocení oběžných aktiv. Vývoj struktury aktiv je zobrazen v Grafu 3.10.

Graf 3.10 Struktura aktiv společnosti v letech 2004 - 2009



V Grafu 3.11 je pak zprůhledněn vývoj struktury pasiv společnosti, ze kterého lze vyčíst, že na celkových pasivech se nejvyšší měrou podílí vlastní kapitál, který v průběhu let 2004 – 2009 vykazuje mírně rostoucí tendenci z důvodu narůstajícího výsledku hospodaření minulých let. V roce 2009 je tento podíl ve výši 73,6 % z celkových aktiv. Vlastní kapitál je tvořen z největší části výsledkem hospodaření minulých let. Cizí zdroje se podílejí na pasivech od 34,1 % do 26 %, jejich podíl klesá. Společnost ABC, s.r.o. ve své kapitálové struktuře tedy využívá převážně vlastní kapitál.

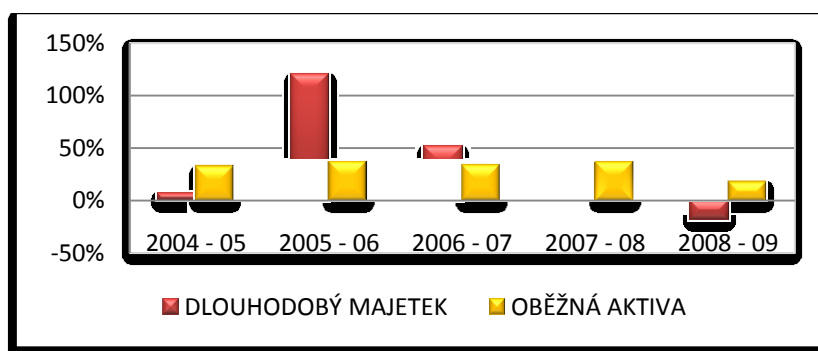
Graf 3.11 Struktura pasiv společnosti v letech 2004 - 2009



3.5.1.2 Horizontální analýza rozvahy a výkazu zisků a ztrát

Nejvyšší nárůst celkových aktiv společnosti ABC, s.r.o. byl zaznamenán mezi lety 2005 – 2006 a to ve výši 50 %, tedy o 76 736 tis. Kč. Mezi lety 2008 – 2009 došlo k nejnižšímu nárůstu celkových aktiv o 10 %, tedy o 40 476 tis. Kč. Vývoj dlouhodobého majetku a oběžných aktiv je zobrazen v Grafu 3.12. Celková hodnota aktiv společnosti v roce 2009 byla ve výši 447 189 tis. Kč. V rámci vývoje hodnot dlouhodobého majetku můžeme sledovat, že od roku 2006 dochází k postupnému snižování investic. V mezidobí 2008/2009 došlo i záporné změně, což naznačuje na prodej dlouhodobého majetku. Od roku můžeme vidět, že oběžná aktiva mírně klesají, což je samozřejmě příznivým faktorem.

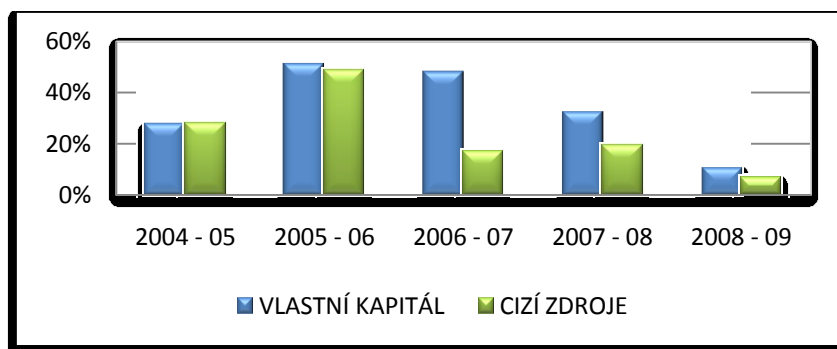
Graf 3.12 Horizontální analýza aktiv společnosti v letech 2004 - 2009



Pomocí horizontální analýzy pasiv zachycené v Grafu 3.13 je vidět, že ve sledovaných letech docházelo pouze ke kladným změnám, tedy přírůstkům jak vlastního kapitálu, tak cizích zdrojů. Největší nárůst byl zaznamenán v mezidobí 2005 až 2006. Cizí zdroje společnosti vzrostly z 52 320 tis. na 77 884 tis. Kč, tedy o 42 %. Vlastní kapitál vzrostl z hodnoty 100 347 tis. Kč na

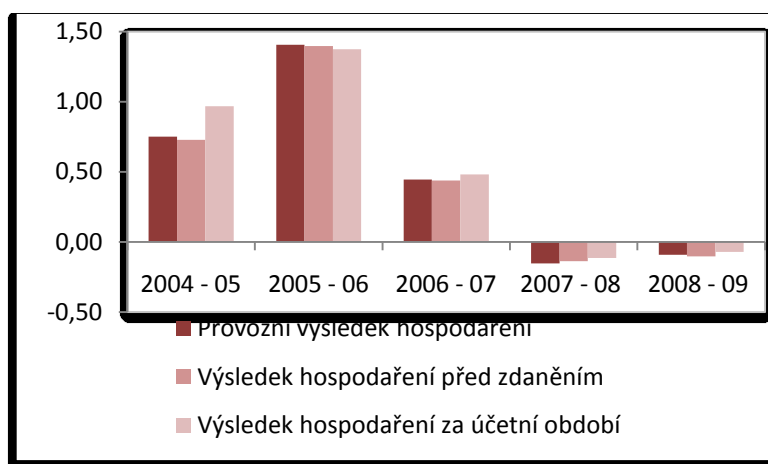
151 544 tis. Kč, tedy o 51 %. Tento nárůst vlastního kapitálu byl způsoben velmi vysokým nárůstem hospodářského výsledku účetního období, který vzrostl o 137 %. V následujících letech tedy byl zaznamenán opakovaný nárůst jak vlastního kapitálu, tak cizích zdrojů. V roce 2009 vlastní kapitál dosáhl výše 329 022 tis. Kč, cizí zdroje výše 116 191 tis. Kč.

Graf 3.13 Horizontální analýza pasiv společnosti v letech 2004 - 2009



V příloze je také uvedena horizontální analýza výkazu zisků a ztrát. Pomocí následujícího grafu můžeme vysledovat meziroční vývoj u vybraných výsledků hospodaření. Na první pohled je jasné, že do roku 2007 meziroční změny byly pouze kladné. Od období 2007-2008 dochází k záporným změnám ve výsledcích hospodaření. V období 2008-2009 dochází k poklesu provozního výsledku hospodaření o 9 %, tedy z hodnoty 96 138 tis. Kč na 87 399 tis. Kč. Výsledek hospodaření před zdaněním klesl o 10 % a výsledek hospodaření za účetní období klesl o 7 %, tedy z hodnoty 77 645 tis. Kč na 72 138 tis. Kč. Jak vyplývá z Grafu 3.14, celkový výsledek hospodaření kopíruje vývoj provozního zisku, což vypovídá o tom, že má na něj největší vliv.

Graf 3.14 Horizontální analýza výsledků hospodaření v letech 2004 - 2009



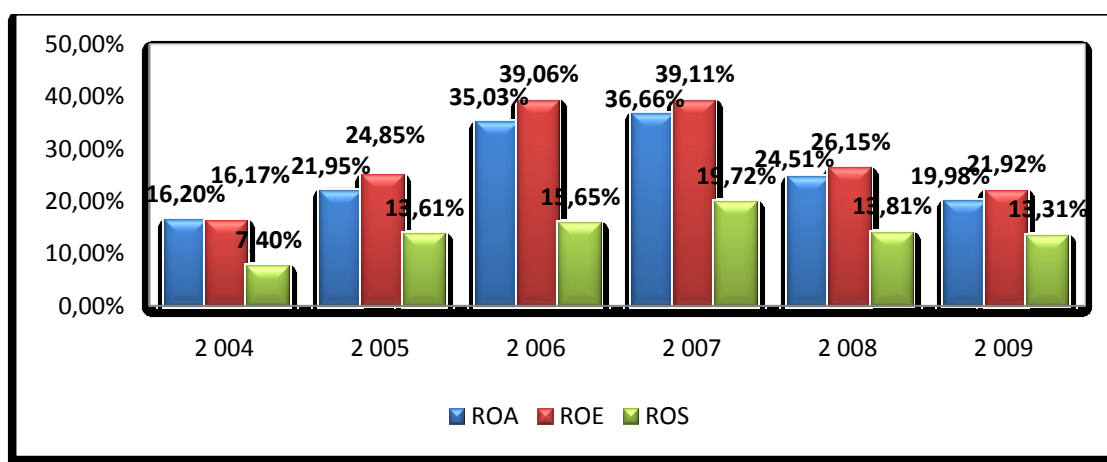
3.5.2 Analýza poměrových ukazatelů

V rámci analýzy poměrových ukazatelů jsou pro hodnocení finanční pozice firmy ABC, s.r.o. vypočítány a zhodnoceny vybrané ukazatele rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity. Výpočet těchto vybraných ukazatelů je součástí Přílohy č. 3.

Rentabilita

Na základě vzorců 2.1 – 2.3 byly vypočítány hodnoty ukazatelů rentabilit, které jsou uvedeny v Grafu 3.15.

Graf 3.15 Vývoj ukazatelů rentability ve sledovaném období 2004 – 2009



Z grafu je patrné, že v letech 2004 - 2009 můžeme pozorovat nesouvislý vývoj ukazatele ROA, jenž se zaměřuje na procentní výnosnost aktiv. V letech 2004 – 2007 ukazatel rostl. Příznivý vývoj způsobil vyšší nárůst provozního zisku (EBIT) než celkových aktiv. Od roku 2008 dochází k poklesu hodnoty ukazatele ROA, který byl způsoben sníženým ziskem a vysokým nárůstem celkových aktiv.

Ukazatel ROE se vyvíjí obdobně jako předchozí ukazatel, avšak meziroční změna vlastního kapitálu je způsobena převážně výsledkem hospodaření minulých let a běžného období. Od roku 2004 ROE rostla až do roku 2007, kdy byla zjištěna hodnota ve výši 39,11 %. Od roku 2008 můžeme pozorovat pokles ukazatele, v roce 2009 byl ve výši 21,92 %. Snížení bylo opět způsobeno poklesem zisku a růstem vlastního kapitálu.

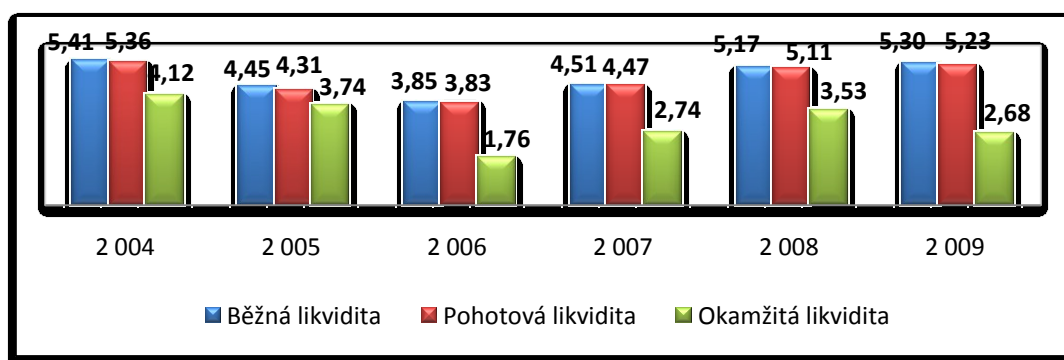
Také u ukazatele ROS byl vývoj velmi obdobný jako u ROE a ROA. V letech 2004 – 2007 má rostoucí tendenci, nejvyšší hodnoty bylo tedy dosaženo v roce 2007 a to 19,72% . Od roku 2008 se projevuje opět klesající tendence na úroveň 13,31 % v roce 2009.

V oblasti rentability si společnost ABC, s.r.o. vede vskutku dobře. I když v roce 2008 a 2009 dochází k poklesu, hodnoty rentability aktiv a vlastního kapitálu ani v jednom případě nepoklesly pod magickou hranici 15-ti %. Firma efektivně využívá svá aktiva a je dostatečně silná z hlediska dosahování zisku na jednu korunu tržeb.

Likvidita

Na základě vzorců 2.4 – 2.7 byla vypočítána běžná, pohotová a okamžitá likvidita. Výsledné hodnoty jsou zřehledněny v Grafu 3.16.

Graf 3.16 Vývoj ukazatelů likvidity ve sledovaném období 2004 – 2009



Ukazatel běžné likvidity ve sledovaném období dosáhl velmi vysokých hodnot. Ve všech letech přesahuje doporučené hodnoty (1,5 - 2,5). Ukazatel vyjadřuje, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky. Vývoj běžné likvidity má do roku 2006 klesající tendenci, neboť docházelo k větším meziročním růstům krátkodobých závazků oproti růstům oběžných aktiv. Ovšem od roku 2007 již můžeme sledovat rostoucí trend ukazatele běžné likvidity. V roce 2009 byla hodnota ve výši 5,30, tedy oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky 5,30 krát.

Nedostatky celkové likvidity by měl eliminovat ukazatel pohotové likvidity. Ten bere v úvahu z oběžných aktiv jen pohotové prostředky tj. pokladní hotovost, peníze na běžných účtech, pohledávky v čisté výši atd. Opět jsou doporučené hodnoty (1,0 - 1,5) překročeny v celém sledovaném období. Ukazatel má obdobný vývoj jako ukazatel běžné likvidity, kdy například v roce 2009 byl ve výši 5,23. Vyšší hodnoty ukazatele jsou příznivější pro věřitele, pro vedení podniku však již tak příznivé nejsou. Velké množství oběžných aktiv vázaných ve formě pohotových prostředků přináší malý či žádný úrok.

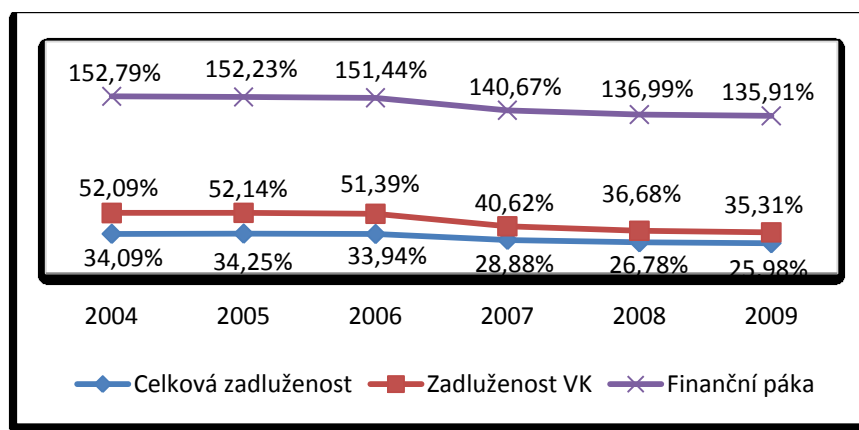
Hodnoty ukazatele okamžité likvidity znovu převyšují ve všech letech doporučené hodnoty (0,2 – 0,5). Byl tedy zaznamenán obdobný vývoj jako u předešlých ukazatelů likvidity, v roce 2009 např. hodnota okamžité likvidity je ve výši 2,68.

Na základě analýzy likvidity můžeme konstatovat, že firma má dostatek finančních prostředků pro krytí krátkodobých závazků, nemůže být tedy ohrožena její platební schopnost.

Zadluženost

Na základě vzorců 2.8 – 2.11 byly vypočteny hodnoty ukazatelů zadluženosti vyjadřující dlouhodobou stabilitu firmy, které jsou vyjádřeny a zřehledněny v Grafu 3.17.

Graf 3.17 Vývoj ukazatelů zadluženosti ve sledovaném období 2004 – 2009



V grafu je zobrazen průběh ukazatele celkové zadluženosti, který vykazuje mírně klesající trend. V roce 2004 ukazatel dosahoval hodnoty 34,09 %, postupným snižováním celkové zadluženosti se dostal v roce 2009 na hodnotu 25,98 %. Vývoj je pozvolný, nejsou zjištěny silné výkyvy. Z hlediska hodnocení výsledku se tedy v roce 2009 snižuje věřitelské riziko na 25,98 %.

Zadluženost vlastního kapitálu má obdobný průběh. V roce 2004 hodnota zadluženosti vlastního kapitálu byla ve výši 52,09 %, postupným snižováním hodnoty jsme se v posledním sledovaném roce 2009 dostali na hodnotu 35,31 %. Z výsledků vyplývá, že firma by měla zapojit více cizích zdrojů pro financování svých potřeb, neboť využívá především více zdroje vlastní, které jsou více nákladné.

Vývoj ukazatele finanční páky je obdobný časovému průběhu předchozích ukazatelů zadluženosti. Jak už bylo uvedeno v dřívějších analýzách, ve firmě dochází k postupné změně struktury pasiv ve prospěch financování vlastními zdroji. Firma využívá více vlastního

kapitálu než cizího, který je tedy dražším způsobem financování, což se projevuje také na ukazateli finanční páky.

Aktivita

Na základě vzorců 2.12 – 2.15 byly vypočteny hodnoty ukazatelů aktivity informující o efektivitě hospodaření firmy ABC, s.r.o. se svými aktivy, které jsou zřehledněny pomocí Tab 3.6.

Tab 3.6 Hodnoty ukazatelů aktivity za období 2004 – 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
doba obratu aktiv	252	300	218	255	260	297
doba obratu pohledávek	46	32	89	73	62	120
doba obratu závazků	41	61	46	47	44	51
obrátka aktiv	1,43	1,20	1,65	1,41	1,38	1,21

U hodnocení doby obratu platí, že čím je hodnota nižší, tím je vázanost kapitálu podniku v majetku kratší a společnost ho lépe využívá. Například v roce 2004 byla doba, za kterou dojde k přeměně aktiv na tržby, 252 dní, což představuje nejkratší dobu obratu aktiv za sledované období. Od roku 2006 dochází ke každoročnímu kladnému přírůstku ukazatele, který v roce 2009 byl ve výši 297 dní. Kolísavý vývoj byl způsoben nerovnoměrným přírůstkem ve velikosti celkových aktiv a tržeb.

Aktiva uskutečnila v průběhu roku 2009 přibližně 1 obrátku. Doba obratu pohledávek a dobu obratu závazků hodnotíme ve vzájemné komparaci. Je-li doba obratu pohledávek vyšší než doba obratu závazků, firma správně řídí pohledávky a závazky, čímž zajišťuje platební schopnost podniku. Tento vztah nazýváme pravidlo solventnosti. Jak lze vidět v Tab 3., v rámci firmy ABC, s.r.o. doba obratu pohledávek převyšuje dobu obratu závazků ve všech sledovaných letech, vyjma roku 2005. Můžeme konstatovat, že firma správně řídí pohledávky a závazky.

3.5.3 Pyramidový rozklad ROE

V rámci finanční analýzy společnosti ABC, s.r.o. je proveden pyramidový rozklad ukazatele rentability vlastního kapitálu. Ukazatel ROE je rozčleněn dle Schéma 2.1 na pět dílčích ukazatelů, a to na daňovou redukci, úrokovou redukci, rentabilitu tržeb, obrat aktiv a

finanční páku. Následně bude vyčíslen vliv jednotlivých dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel ROE, a to pomocí metody postupných změn. Celkový výpočet pyramidového rozkladu je obsažen v Příloze č. 4. Výsledné vlivy dílčích ukazatelů jsou vyčísleny v Tab 3.7.

Tab 3.7 Pořadí vlivů dílčích ukazatelů na změnu ukazatele ROE v letech 2004 -2 009

DÍLČÍ UKAZATEL	POŘADÍ VLIVŮ				
	2004-2005	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009
DAŇOVÁ REDUKCE	3(+)	3(-)	4(+)	2(+)	3(+)
ÚROKOVÁ REDUKCE	žádný vliv	žádný vliv	žádný vliv	žádný vliv	žádný vliv
RENTABILITA TRŽEB	1(+)	2(+)	1(+)	1(-)	2(-)
OBRAT AKTIV	2(-)	1(+)	2(-)	4(-)	1(-)
FINANČNÍ PÁKA	4(-)	4(-)	3(-)	3(-)	4(-)

Ukazatel ROE vzrostl z hodnoty 16,17 % v roce 2004 na hodnotu 24,85 % v roce 2005, čili nastal růst o 8,68 %. Na tento růst mělo největší vliv, dle výpočtů metodou postupných změn, zvýšení rentability tržeb. V roce 2005 výrazně rostly tržby firmy, přesně o 11 812 tis. Kč proti roku 2004. S růstem tržeb, rostl také zisk společnosti, což způsobilo zvýšení rentability tržeb, která pozitivně ovlivnila ROE. Druhý největší vliv na ROE měl ukazatel obrat aktiv, ten však na ukazatel ROE působil negativně. Zpomalení obratu aktiv bylo způsobeno větším nárůstem aktiv než růstem tržeb. Na vrcholový ukazatel také pozitivně působila daňová redukce, její vliv byl vyčíslen na 2,24 %. Ukazatel finanční páky působil negativně s vlivem -0,09 % z důvodu růstu vlastního kapitálu. Žádný vliv na vrcholový ukazatel neměla úroková redukce, neboť firma ABC, s.r.o. je firmou nezadluženou, nehradí tedy nákladové úroky.

Ukazatel ROE z roku 2005 na rok 2006 vzrostl o 14,21%, z hodnoty 24,85 % na hodnotu 39,06 %. Největší vliv na růst ukazatele měl ukazatel obratu aktiv, který se zrychlil o 0,449 v důsledku vysokého nárůstu tržeb v roce 2006 o 195 105 tis. Kč proti roku 2005. Růst tržeb byl způsoben, jak již bylo uvedeno výše, získáním zakázky na dodávku speciálních živichých směsí pro opravu horní nádrže přečerpávací vodní elektrárny Dlouhé Stráně. Druhý největší pozitivní vliv na změnu ukazatele ROE měla rentabilita tržeb, která vzrostla z důvodu růstu tržeb a růstu zisku. Daňová redukce ovlivnila negativně ROE o -0,24 %. Čtvrtý největší vliv má finanční páka, která působí také negativně na ROE. Úroková redukce nemá opět žádný vliv na ROE.

Ukazatel ROE vzrostl z hodnoty 39,07 % v roce 2006 na hodnotu 39,11 % v roce 2007, čili nastal růst o 0,04 %. Na tento růst mělo největší vliv zvýšení rentability tržeb. V roce 2007 výrazně rostly tržby firmy, přesně o 66 363 tis. Kč proti roku 2006. S růstem tržeb, rostl

také zisk společnosti, což způsobilo zvýšení rentability tržeb, která pozitivně ovlivnila ROE. Druhý největší vliv na ROE měl ukazatel obrát aktiv, ten však na ukazatel ROE působil negativně. Zpomalení obrátu aktiv bylo způsobeno větším nárůstem aktiv než růstem tržeb. Ukazatel finanční páky působil negativně s vlivem -3 % z důvodu růstu vlastního kapitálu. Na vrcholový ukazatel také pozitivně působila daňová redukce, její vliv byl vyčíslen na 1,17 %.

Z roku 2007 na rok 2008 poklesl ukazatel ROE o -12,95 %, z hodnoty 39,11 % na hodnotu 26,15 %. Největší negativní vliv na pokles ukazatele měl ukazatel rentabilita tržeb, která výrazně poklesla z důvodu růstu tržeb a poklesu provozního zisku, který se snížil v roce 2008 o 15 946 tis. Kč oproti roku 2007. Druhý největší pozitivní vliv na změnu ukazatele ROE měla daňová redukce, která ovlivnila ROE z 1,06 %. Třetí největší vliv na ROE měl ukazatel finanční páky, ten však na ukazatel ROE působil negativně s vlivem - 0,7 %. Čtvrtý největší vliv má obrát aktiv, který působí také negativně na ROE s vlivem - 0,54 %.

V posledním sledovaném období 2008 – 2009 ukazatel ROE klesl o -4,23 %, tedy z hodnoty 26,15 % v roce 2008 na hodnotu 21,92 % v roce 2009. Na tomto poklesu se s negativním vlivem – 3,1 % podílel ukazatel obrátu aktiv. Zpomalení obrátu aktiv bylo způsobeno poklesem tržeb a nárůstem hodnoty aktiv. Druhou nejsilnější příčinou poklesu ukazatele ROE byl pokles ukazatele rentability tržeb o – 1,1%. Pozitivně se na tomto poklesu podílel ukazatel daňové redukce jako ukazatel s třetím největším vlivem na změnu ROE. Nejslabší vliv na pokles ROE má pokles ukazatele finanční páky o – 1,1 %.

3.5.4 Index důvěryhodnosti

Pomocí indexu IN můžeme vyhodnotit finanční zdraví firmy ABC, s.r.o. souhrnně. Na základě vzorce 2.18 byly vypočítány hodnoty indexu IN. Jakých hodnot dosahovali indexy v jednotlivých letech můžeme vidět v Tab 3.8.

Tab 3.8 Výsledné hodnoty indexu IN v letech 2004 – 2009

KRITÉRIUM		VÁHA	2004	2005	2006	2007	2008	2009
A	aktiva / cizí zdroje	0,200	0,59	0,58	0,59	0,69	0,75	0,77
B	EBIT / nákladové úroky	0,040	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C	EBIT / aktiva	5,280	0,86	1,16	1,85	1,94	1,29	1,05
D	výnosy / aktiva	0,550	0,79	0,66	0,91	0,79	0,77	0,67
E	OA / kr. dluhy	0,090	0,49	0,40	0,35	0,41	0,47	0,48
F	ZPL/T	28,050	1,57	2,84	0,71	0,61	0,81	0,61
Index IN			4,29	5,64	4,41	4,43	4,08	3,58

Předchozí tabulka je shrnutím vypočtených hodnot indexu důvěryhodnosti IN, jehož celý výpočet je obsažen v Příloze č. 4. Na základě těchto hodnot můžeme konstatovat, že index je ve všech letech vyšší než 2, a tedy se jedná o podnik s dobrým finančním zdravím. V roce 2009 index dosáhl nejnižší hodnoty proti předešlým analyzovaným letům, avšak i tak byl ve výši 3,58.

3.6 SWOT analýza

Zhodnocení jak výsledků strategické analýzy, tedy postavení firmy v rámci odvětví, finanční pozice firmy, tak zhodnocení současných podmínek na trhu jsou shrnuty ve SWOT analýze, viz Tab 3.9.

Mezi silné stránky patří: dlouholetá tradice firmy (vznik roku 1995); dobré postavení na trhu, firma je držitelem certifikátu ČSN EN ISO 9001:2001, licencí a řady osvědčení; poskytování komplexní činnosti, včetně projektové činnosti; plnění pravidla solventnosti; vysoká rentabilita a likvidita; minimální riziko pro věřitele; odběratele z řad měst, obcí a státu; technická vybavenost.

Mezi příležitosti firmy ABC, s.r.o. patří: proniknout na nový trh; spolupráce s konkurencí; využití nových technologií; zlepšení podnikatelského prostředí; přístup k finančním zdrojům z EU.

K slabým stránkám firmy ABC, s.r.o. patří: vysoké osobní náklady z důvodu velkého počtu zaměstnanců; omezené výrobní kapacity; struktura aktiv tvořena především oběžnými aktivy, které představují méně efektivní zdroj zhodnocení.

Hrozbami pro firmu ABC, s.r.o. mohou být: slevy konkurence a vytlačování z trhu konkurencí; ekonomická situace na trhu; politické vlivy; modernější technologie konkurence; měnící se právní a daňové podmínky; nedostatek kvalifikovaných pracovníků; platební nekázeň či krach zákazníků.

4 Ocenění cyklické společnosti vybranými metodami a jejich komparace

Cílem této kapitoly je provést výsledné ocenění společnosti ABC, s.r.o. vybranými metodami. Ocenění celkového kapitálu bude provedeno metodou DCF Entity, ocenění společnosti na úrovni vlastního kapitálu metodou DCF Equity a metodou kapitalizovaných zisků. Metody diskontovaných peněžních toků jsou vypočítány pomocí dvoufázové metody. První fáze trvá tři roky (2010, 2011 a 2012), fáze druhá trvá od roku 2013 donekonečna. Ocenění je provedeno k 1. 1. 2010.

V dané kapitole bude tedy sestaven finanční plán, který bude navazovat na dílčí plány generátorů hodnoty. Pro účely ocenění jsou vymezeny finanční toky a stanoveny náklady kapitálu pomocí stavebnicové metody pro všechny tři scénáře možného vývoje tržeb. Součástí kapitoly je také citlivostní analýza na výchozí hodnotu tržeb.

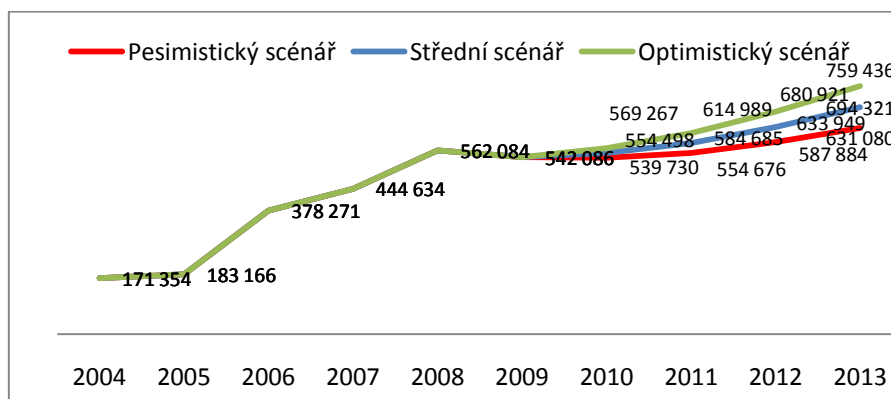
4.1 Plán generátorů hodnoty

Generátory hodnoty jsou veličiny, které určují hodnotu podniku. Mezi generátory hodnoty řadíme tržby, provozní ziskovou marži, pracovní kapitál, dlouhodobý majetek a investice, aj.

4.1.1 Plán tržeb

Již ve strategické analýze byly analyzovány dosavadní tržby a predikovány tržby budoucí pro tři scénáře. Pro shrnutí výsledků analýzy i predikce poslouží Graf 4.1, ve kterém vidíme skutečný vývoj tržeb v letech 2004 – 2009, od roku 2010 hovoříme o prognóze vývoje tří možných scénářů tržeb.

Graf 4.1 Shrnutí vývoje a prognózy tržeb v letech 2004 – 2013, v tis. Kč



4.1.2 Provozní zisková marže

Zisková marže z provozní činnosti je odvozována z poměru upraveného provozního výsledku hospodaření před daněmi a odpisy k tržbám. Na základě údajů z let 2004 – 2009 o korigovaném výsledku hospodaření a tržbách byly stanoveny roční provozní ziskové marže. Plán provozní ziskové marže bude odpovídat průměru provozní za sledované období, jehož stanovení je provedeno v Tab 4.1. Z tabulky vyplývá, že provozní zisková marže bude odpovídat 21 % zaokrouhleně.

Tab 4.1 Výpočet průměrné provozní ziskové marže

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
KVH	24 505	38 815	85 573	126 029	116 254	109 936
tržby	171 354	183 166	378 271	444 634	562 084	542 086
pzm	14,30%	21,19%	22,62%	28,34%	20,68%	20,28%
průměrná pzm	21,24%					

4.1.3 Čistý pracovní kapitál

Plán pracovního kapitálu bude odpovídat vývoji prognózovaných tržeb v jednotlivých letech pro každý scénář, tzn. že krátkodobé závazky a oběžný majetek budou ročně růst o stejné procento jako tržby. Pro shrnutí byla vytvořena Tab 4.2 s meziročními růsty prognózovaných tržeb.

Tab 4.2 Prognóza meziročního růstu tržeb

	PESIMISTICKÝ SCÉNÁŘ	STŘEDNÍ SCÉNÁŘ	OPTIMISTICKÝ SCÉNÁŘ
2010	-0,43 %	2,29 %	5,01 %
2011	2,77 %	5,44 %	8,03 %
2012	5,99 %	8,43 %	10,72 %
2013	7,35 %	9,52 %	11,53 %

4.1.4 Plán investic

Plán investic zahrnuje plánovanou investiční výstavbu a plán odpisů. Plánované odpisy jsou stanoveny pomocí metody pevného podílu na tržbách za sledované období 2004 – 2009, jehož stanovení je zobrazeno v Tab 4.3. Z tabulky vyplývá, že plánované odpisy v letech 2010 – 2013 budou ve výši 3% z tržeb.

Tab 4.3 Plánované odpisy

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tržby (tis. Kč)	171 354	183 166	378 271	444 634	562 084	542 086
Odpisy (tis. Kč)	5 835	6 117	6 907	12 376	20 116	22 537
Podíl odpisů na tržbách	3%	3%	2%	3%	4%	4%
Průměrný podíl	3%					

Výdaje na obnovovací investice, např. modernizace technologií a zařízení, budou v letech 2010 – 2013 ve výši plánovaných odpisů. V důsledku předpokládaného růstu objemu výroby a tržeb se předpokládá průměrné roční tempo růstu výdajů na rozšíření výrobních kapacit, tzn. rozvojových investic o 5 %, stejně jako tomu bylo v předešlých letech.

4.2 Sestavení finančního plánu

Sestavený čtyřletý plán firmy bude navazovat na rozvahu a výkaz zisku a ztrát z roku 2009, který je tedy rokem výchozím. Předpokládaná sazba daně v roce 2010 činí 19 %, v následujících letech se předpokládá konstantní na úrovni 19 %. Každoročně jsou vypláceny podíly na zisku ve výši 25 % z čistého zisku. Společnost ABC, s.r.o. nemá žádné bankovní úvěry a tedy úrokové náklady jsou nulové.

Na základě vstupních údajů je následně vytvořen výkaz zisku a ztrát, který je členěn dle anglosaského způsobu, rozvaha a cash-flow, které jsou pojaty tradičním způsobem. Sestavení jednotlivých plánů je provedeno postupným zadáváním vzorců, celý plán je správný až po zadání veškerých vzorců. Finanční plán bude konstruován pro střední tedy nejpravděpodobnější scénář vývoje tržeb. Komplexní finanční plán pro všechny tři scénáře je součástí Přílohy č. 4.

Zjednodušená verze výkazu zisku a ztrát pro střední scénář je zobrazena prostřednictvím Tab 4.3.

Tab 4.3 Plánovaný výkaz zisků a ztrát pro střední scénář na roky 2010 - 2013

POLOŽKA (V TIS. Kč)	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby celkem	542 086	597 379	627 726	677 253	738 003
Provozní ziskové rozpětí	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
Provozní náklady	452 733	471 929	495 903	535 030	583 022
Z toho odpisy	22 537	17 921	18 832	20 318	22 140
EBIT	89 353	125 450	131 822	142 223	154 981
Placené úroky (-)	0	0	0	0	0
EBT	89 353	125 450	131 822	142 223	154 981
Daň	17 215	23 835	25 046	27 022	29 446
EAT	72 138	101 614	106 776	115 201	125 534

Na vytvořený výkaz zisku a ztrát navazuje plán cash flow pro střední scénář, jehož zjednodušená verze je zprehledněna pomocí Tab 4.4.

Tab 4.4 Plánovaný výkaz cash – flow na léta 2010 – 2013

POLOŽKA (V TIS. KČ)	2 010	2011	2 012	2 013
PS PP	50 834	101 744	166 132	229 124
EAT	101 614	106 776	115 201	125 534
Odpisy	17 921	18 832	20 318	22 140
úvěr	0	0	0	0
Zdroje celkem	119 535	125 608	135 518	147 674
Investice	21 530	22 621	24 296	26 318
podíly na zisku	25 404	26 694	28 800	31 384
splátky	0	0	0	0
ΔČPK	21 692	11 905	19 430	23 832
Užití celkem	68 625	61 220	72 526	81 534
CF celkem	50 910	64 388	62 992	66 141
KS PP	101 744	166 132	229 124	295 264

Na základě hodnot zjištěných v plánovaném výkazu peněžních toků a cash-flow a hodnot výchozího roku 2009 byla sestavena plánovaná rozvaha pro střední scénář, jejíž zjednodušená podoba je v Tab 4.5.

Tab 4.5 Plánovaná rozvaha na léta 2010 – 2013

POLOŽKA (V TIS.KČ)	2009	2010	2011	2012	2013
SA	72 179	75 788	79 577	83 556	87 734
OA	324 176	357 242	375 390	405 008	441 337
Z toho PP	50 834	101 744	166 132	229 124	295 264
Celkem aktiva	447 189	534 774	621 099	717 688	824 336
ZK	100	100	100	100	100
Rezervní fond	10	10	10	10	10
VH minulých let	256 744	303 478	378 399	456 375	540 192
VH běžného roku	72 138	101 614	106 776	115 201	125 534
Dlouhodobé závazky	6 683	6 683	6 683	6 683	6 683
Krátkodobé závazky	111 514	122 888	129 131	139 320	151 817
Celkem pasiva	447 189	534 774	621 099	717 688	824 336

Z plánované rozvahy můžeme vyčíst, že jsou dodrženy bilanční podmínky ve všech letech a je dosaženo pouze pozitivních hodnot.

4.3 Ocenění společnosti metodami DCF Entity a DCF Equity

V této části práce je provedeno ocenění společnosti ABC, s.r.o. na základě metody *DCF Entity*, *DCF Equity*. Postupný výpočet je tvořen stanovením volných finančních toků *FCFF* a *FCFE*, stanovením nákladu na celkový kapitál a nákladu na vlastní kapitál, výpočtem diskontovaných peněžních toků, zjištěním hodnot firmy za první fázi, stanovením pokračující hodnoty druhé fáze a vyčíslením výsledné hodnoty ocenění jakožto součtu jednotlivých fází.

4.3.1 Stanovení volných finančních toků

Nejdříve budou vymezeny finanční toky potřebné pro stanovení hodnoty firmy metodou DCF Equity a DCF Entity, tedy volné finanční toky pro vlastníky (*FCFE*) a volné finanční toky pro věřitele i vlastníky (*FCFF*) na základě vzorce 2.24. Jelikož firma ABC, s.r.o. ke svému financování nevyužívá bankovní úvěry a ani jiné finanční výpomoci je nezadluženou firmou, a tedy peněžní toky *FCFF* a *FCFE* se rovnají, vypočítané hodnoty pro střední scénář jsou v Tab 4.6.

Tab 4.6 Stanovení FCFF dle středního scénáře

POLOŽKA (V TIS. KČ)	2010	2011	2012	2013
EAT	101 614	106 776	115 201	125 534
Odpisy	17 921	18 832	20 318	22 140
Změna ČPK	21 692	11 905	19 430	23 832
Investice	21 530	22 621	24 296	26 318
Úroky.(1-t)	0	0	0	0
FCFF	76 314	91 082	91 792	97 524

Vypočítané hodnoty peněžních toků dle optimistického a pesimistického scénáře jsou zachyceny v Tab 4.7.

Tab 4.7 Stanovení FCFF dle pesimistického a optimistického scénáře

POLOŽKA (V TIS. KČ)	PESIMISTICKÝ SCÉNÁŘ				OPTIMISTICKÝ SCÉNÁŘ			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
EAT	99 088	101 644	107 326	114 721	104 141	111 962	123 247	136 681
Odpisy	17 476	17 927	18 929	20 233	18 367	19 746	21 737	24 106
Změna ČPK	15 865	5 896	13 104	17 055	27 518	18 038	26 028	30 983
Investice	21 085	21 716	22 908	24 411	21 976	23 536	25 716	28 284
Úroky.(1-t)	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	79 614	91 959	90 243	93 488	73 013	90 135	93 240	101 521

4.3.2 Vymezení nákladů kapitálu

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy na úrovni průměrných nákladů kapitálu $WACC$ jsou stanoveny pomocí stavebnicové metody na základě vzorce 2.25.

Za bezrizikový výnos se obvykle považuje výnos státních střednědobých dluhopisů. V ČR byl od roku 2000 do roku 2009 průměrný výnos státních desetiletých dluhopisů 4,24 %. Bezriziková úroková míra je tedy 4,24 %.

Při odvozování rizikové přírážky charakterizující produkční sílu porovnáváme ukazatel ROA s pomocným ukazatelem $X1$, který vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Jelikož hodnota ukazatele $X1$ je ve všech predikovaných letech nulová z důvodu nevyužívání bankovních úvěrů a obligací, riziko podnikatelské odpovídá minimálnímu riziku stavebního odvětví, které je dle údajů internetového portálu Ministerstva průmyslu a obchodu ve výši 3,78 %.

Stanovení rizikové přírážky finanční stability na bázi likvidity je založeno na ukazateli celkové likvidity. Jak v minulém sledovaném období 2004 - 2009, tak v predikovaném období jsou hodnoty ukazatele celkové likvidity vždy vyšší než 2,9. Ukazatel celkové likvidity je porovnáván s likviditou průmyslu, v němž se společnost ABC, s.r.o. pohybuje, tedy likviditou stavebního průmyslu. Likvidita stavebního průmyslu $XL2$ byla v roce 2009 ve výši 1,4. Jelikož je ve všech letech likvidita firmy ABC, s.r.o. vyšší než likvidita stavebního průmyslu $XL2$, je riziková přírážka finanční stability ve výši 0 %.

Úplatné zdroje v letech 2010 až 2013 jsou ve výši vlastního kapitálu, firma je nezadlužená. Jsou-li úplatné zdroje nižší než 3 mld. Kč a zároveň vyšší než 100 mil. Kč, pak je nutné riziko charakterizující velikost společnosti vypočítat dle vzorce 2.29. Výsledky této rizikové přírážky a všech ostatních položek jsou zachyceny v Tab 4.7.

Tab 4.8 Stanovení nákladu na kapitál pro střední scénář

	2010	2011	2012	2013
R_F	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%
$R_{\text{podnikatelské}}$	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%
$R_{\text{fin.stab.}}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
R_{LA}	4,00%	3,76%	3,51%	3,24%
$WACC^a = Re$	12,02%	11,78%	11,53%	11,26%

V Tab 4.8 jsou vyčísleny náklady na kapitál pro střední scénář v jednotlivých letech. Náklady na kapitál pro rok 2010 jsou ve výši 12,02 %, pro rok 2011 ve výši 11,78 %, pro rok

2012 ve výši 11, 53 %, pro rok 2013 a tedy druhou fází jsou ve výši **11,26 %** pro střední scénář.

Stejným způsobem byly vypočítány náklady na kapitál pro pesimistický a optimistický scénář, výsledné hodnoty jsou zřehledněny v Tab 4.9. Výsledky pesimistického a optimistického scénáře se od středního scénáře mírně liší v rizikové příirážce charakterizující velikost společnosti. Zde opět pomocí vzorce 2.29 byla riziková příirážka pro každý rok vypočítána zvlášť. Tedy náklady na kapitál druhé fáze dle pesimistického scénáře jsou ve výši **11,31 %**, dle optimistického pak **11,20 %**.

Tab 4.9 Stanovení nákladu na kapitál pro pesimistický a optimistický scénář

POLOŽKA (V TIS. KČ)	PESIMISTICKÝ SCÉNÁŘ				OPTIMISTICKÝ SCÉNÁŘ			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
R_F	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%	4,24%
$R_{podnikatelské}$	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%
$R_{fin.stab.}$	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
R_{LA}	4,01%	3,78%	3,54%	3,29%	4,00%	3,74%	3,47%	3,18%
WACCu = Re	12,03%	11,80%	11,56%	11,31%	12,02%	11,76%	11,49%	11,20%

4.3.3 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF Entity

Jak bylo popsáno výše, prvně se hodnota podniku stanoví na základě dvoufázové výnosové metody *DCF Entity*. První fáze představuje roky 2009 – 2012, druhá fáze začíná rokem 2013 a pokračuje do nekonečna. Pro druhou fázi jsou managementem předpokládány konstantní finanční toky. Hodnota první fáze byla spočítána pomocí vzorce 2.33, hodnota druhé fáze dle vzorce 2.34; 2,35 a výsledná hodnota podniku byla stanovena na základě vzorce 2.32.

Postupný propočet výsledné hodnoty firmy pro střední scénář je zobrazen prostřednictvím Tab 4.10.

Tab 4.10 Stanovení hodnoty firmy ABC, s.r.o. pro střední scénář

POLOŽKA (V TIS KČ)	1. FÁZE			2. FÁZE
	2010	2011	2012	2013
FCFF	76 314	91 082	91 792	97 524
WACC (%)	12,02%	11,78%	11,53%	11,26%
PH				866 174,049
DISKONT. FCFF	68 123,229	72 896,174	66 172,798	624 423,768
Celkem fáze	207 192,200			624 423,768
Hodnota firmy	831 615,968			

Z tabulky výše je jasný postupný propočet výsledné hodnoty firmy ABC, s.r.o. stanovené dvoufázovou metodou DCF Entity. První fáze celkově představuje hodnotu 207 192 200 Kč, fáze druhá hodnotu 624 423 768 Kč. Celkově hodnota firma ABC, s.r.o. pro střední scénář je ve výši 831 615 968 Kč. Tab 4.11 zřehledňuje výpočet hodnoty firmy pro optimistický a pesimistický scénář.

Tab 4.11 Stanovení hodnoty firmy ABC, s.r.o. pro pesimistický a optimistický scénář

POLOŽKA (V TIS. KČ)	PESIMISTICKÝ SCÉNÁŘ				OPTIMISTICKÝ SCÉNÁŘ			
	1. fáze			2. fáze	1. fáze			2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
FCFF	79 614,072	91 958,684	90 242,882	93 488,323	73 013,238	90 134,664	93 240,101	101 520,638
WACC (%)	12,03%	11,80%	11,56%	11,31%	12,02%	11,76%	11,49%	11,20%
PH	x	x	x	826 286,961	x	x	x	906 156,926
Diskont. FCFF	71 065,715	73 575,525	64 997,006	595 129,253	65 180,432	72 160,627	67 278,261	653 845,948
Celkem fáze	209 638,246			595 129,253	204 619,320			653 845,948
Hodnota firmy	804 767,499				858 465,269			

Z Tab 4.11 můžeme vyčíst ocenění společnosti ABC, s.r.o. pro pesimistický i optimistický scénář. Na základě pesimistického scénáře je hodnota firmy stanovena ve výši 804 767 499 Kč. Pro optimistický scénář je hodnota firmy stanovena ve výši 858 465 269 Kč.

Na základě těchto tří scénářů můžeme stanovit výslednou hodnotu firmy ABC, s.r.o. zjištěnou pomocí metody DCF Entity. Jelikož hovoříme o normálním rozdělení pravděpodobnosti, nejpravděpodobnějšímu – střednímu scénáři je přidělena pravděpodobnost 0,5, pesimistickému a optimistickému scénáři pravděpodobnost 0,25. Na základě takto přiřazených pravděpodobností můžeme říci, že výsledná hodnota ocenění k 1. 1. 2010 firmy ABC, s.r.o. metodou DCF Entity je **831 616 176 Kč**.

4.3.4 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF Equity

Pro stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu je následně použita metoda *DCF Equity*. Jak bylo napsáno v teoretické části, podstatou ocenění je diskontování volných peněžních toků pro vlastníky (*FCFE*) nákladem vlastního kapitálu (*Re*). Jak již bylo uvedeno výše, firma ABC, s.r.o. je firmou nezadluženou a tak platí, že *FCFF* se rovnají *FCFE* a *WACC* se rovnají *Re*. Je tedy zřejmé, že při výpočtu hodnoty firmy na úrovni vlastního kapitálu pracujeme se stejnými údaji jako u metody *DCF Entity*. Na základě výpočtů v Tab 4.10 a Tab 4.11 a následného přiřazení pravděpodobností jednotlivých scénářům můžeme konstatovat, že

hodnota firmy ABC, s.r.o. k 1.1.2010 stanovená metodou *DCF Equity* je také ve výši **831 616 176 Kč**.

4.3.5 Analýza citlivosti na výchozí hodnotu tržeb

Analýza citlivosti hodnoty firmy na výchozí hodnotu tržeb vyjadřuje, jaká hodnota firmy by vyšla, kdyby se změnily vstupní údaje – tržby společnosti ABC, s.r.o. v roce 2009 o určité procento.

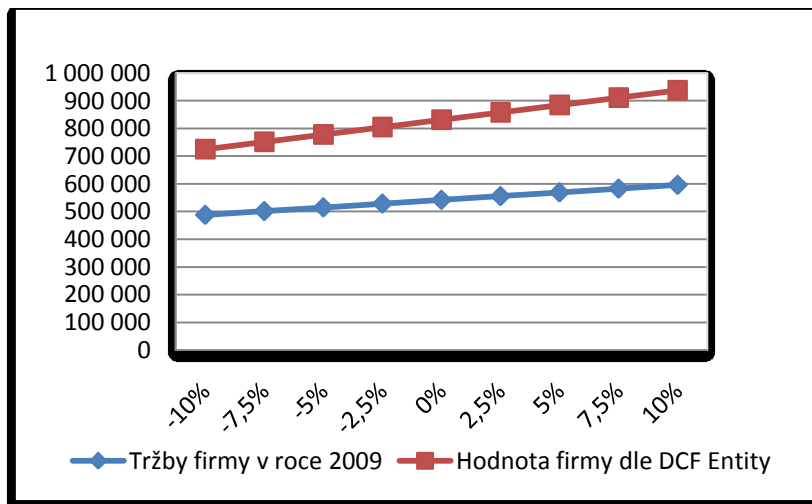
Tab 4.12 ukazuje údaje o hodnotách celkových budoucích peněžních toků a hodnotu firmy pro tři scénáře a následně výslednou hodnotu firmy vyjádřenou jako střední hodnotu tří scénářů při změně výchozích tržeb roku 2009 o parametr α . Kdyby tržby roku 2009 byly změněny o $\pm 1\%$, střední hodnota firmy by se změnila o $\pm 2\,443,412$ tis. Kč. V případě, že by došlo ke změně tržeb roku 2009 o $\pm 2,5\%$, celková hodnota firmy by se zvýšila, popřípadě snížila o 26 594,723 tis. Kč.

Tab 4.12 Hodnota firmy při změně vstupních údajů - tržeb roku 2009 o parametr α

Parametr α	Tržby roku 2009 (v tis. Kč)	FCFF dle scénářů (v tis. Kč)	Hodnota firmy dle scénářů (v tis. Kč)	Střední hodnota firmy (v tis. Kč)
-0,1	487 877,400	313 026,124	707 031,011	725 237,286
		311 798,985	725 318,071	
		310 305,549	743 281,989	
-0,075	501 429,550	323 595,583	731 465,133	751 832,008
		323 027,118	751 892,546	
		322 206,322	772 077,809	
-0,05	514 981,700	334 165,043	755 899,255	778 426,731
		334 255,250	778 467,020	
		334 107,095	800 873,629	
-0,025	528 533,850	344 734,502	780 333,377	805 021,453
		345 483,382	805 041,494	
		346 007,868	829 669,449	
0	542 086,000	355 303,961	804 767,499	831 616,176
		356 711,514	831 615,968	
		357 908,641	858 465,269	
0,025	555 638,150	365 873,421	829 201,621	858 210,899
		367 939,647	858 190,442	
		369 809,414	887 261,089	
0,05	569 190,300	376 442,880	853 635,744	884 805,621
		379 167,779	884 764,916	
		381 710,187	916 056,909	
0,075	582 742,450	387 012,340	878 069,866	911 400,344
		390 395,911	911 339,391	
		393 610,959	944 852,729	
0,1	596 294,600	397 581,799	902 503,988	937 995,067
		401 624,044	937 913,865	
		405 511,732	973 648,549	

Na Tab 4.12 navazuje Graf 4.1, který je zpřehledněním hodnot firmy ABC, s.r.o. stanovených metodou *DCF Entity* při změně hodnot tržeb firmy ABC, s.r.o. o parametr α . V grafu je vidět, že s růstem vstupního údaje, dochází k růstu celkové hodnoty firmy a naopak.

Graf 4.1 Citlivostní analýza hodnoty firmy (v tis. Kč)



4.4 Ocenění společnosti metodou kapitalizovaných zisků

Prostřednictvím paušální metody kapitalizovaných zisků bude v této kapitole stanovena hodnota vlastního kapitálu firmy ABC, s.r.o. Ocenění společnosti metodou kapitalizovaných zisků tak představuje dolní hranici ocenění.

Jelikož tato metoda vychází z minulých údajů o výsledcích hospodaření, jsou nejdříve propočítány upravené hospodářské výsledky pro léta 2004 – 2009 jako hospodářský výsledek před zdaněním příslušného roku snížený o mimořádné výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého hmotného majetku, finanční výnosy, a zvýšený o odpisy, mimořádné náklady a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku.

Upravené výsledky hospodaření je dále upraveno o vliv inflace využitím řetězových a bazických cenových indexů. Dále jsou takto upraveným výsledkům hospodaření přiřazeny váhy, přičemž nejstarší UHV má váhu nejnižší a nejnovější UHV má váhu nejvyšší. Na základě vzorce 2.37 je zjištěna hodnota trvale udržitelného zisku. Následně je trvale udržitelný zisk upraven o odpisy a daň.

Kalkulovaná úroková míra je zde opět stanovena pomocí stavebnicové metody, kdy R_f je výši 4,24 %, R_{podnik} . Je ve výši opět 3,78 %, $R_{finstab}$. Je nulové a R_{LA} bylo pomocí vzorce 2.28

vypočítáno na hodnotu 4,24 %. Náklady vlastního kapitálu jsou ve výši 12,26 %. Kalkulovaná úroková míra snižená o předpokládanou dlouhodobou inflaci je tedy 10,26 %. Pomocí vzorce 2.36 byla vyčíslena hodnota vlastního kapitálu. Postupný propočet je zřehledněn v Tab 4.13.

Tab 4.13 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu firmy ABC, s.r.o.

POLOŽKA (V TIS. KČ)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
HV před zdaněním	19 411	33 531	80 393	115 637	99 691	89 353
(-) mimořádné výnosy	0	0	1	3	2	0
(-) tržby z prodeje DM	944	944	578	7 034	7 575	1 675
(-) finanční výnosy	934	1 101	2 632	5 758	3 878	2 354
(+) odpisy	5 835	6 117	6 907	12 376	20 116	22 537
(+) mimořádné náklady	22	4	0	0	0	0
(+) ZC prodaného DM	23	0	0	86	1141	0
UHV	23 413	37 607	84 089	115 304	109 493	107 861
Řetězový cenový index	1,028	1,019	1,025	1,028	1,063	1,010
Bazický cenový index (k 09)	0,867	0,884	0,906	0,931	0,990	1,000
UHV upraven o inflaci	26 989,999	42 544,195	92 808,326	123 793,834	110 587,930	107 861,000
váhy	1	2	3	4	5	6
UHV upraven o inflaci · váhy	26 989,999	85 088,390	278 424,979	495 175,334	552 939,650	647 166,000
TUZ (před odpisy a daní)	99 323,064					
Daňový základ (s odpisy 09)	76 441,630					
Daň	15 288,326					
TUZ po dani	83 965,851					
Předpokládaná inflace	2,00%					
Kalkulovaná úroková míra (n_{VK} bez inflace)	10,26%					
Hodnota VK	818 380,619					

Z Tab 4.12 lze detailně sledovat propočet hodnoty vlastního kapitálu stanoveného prostřednictvím metody kapitalizovaných zisků. Hodnota vlastního kapitálu společnosti ABC, s.r.o. k 1. 1. 2010 je ve výši **818 380 619 Kč**.

4.5 Shrnutí výsledků ocenění a komparace použitých metod ocenění

V předchozích částech byly využity vybrané výnosové metody ocenění, díky kterým bylo dosaženo několika odlišných výsledků ocenění společnosti ABC, s.r.o. Výsledné hodnoty ocenění společnosti ABC, s.r.o. jsou shrnuty v Tab 4.14.

Tab 4.14 Shrnutí výsledků ocenění

POUŽITÁ METODA OCENĚNÍ	VÝSLEDNÁ HODNOTA OCENĚNÍ (TIS. KČ)	ÚČETNÍ HODNOTA (TIS. KČ)
Metoda DCF Entity	831 616,176	447 189,000
Metoda DCF Equity	831 616,176	329 022,000
Metoda kapitalizovaných zisků	818 380,619	329 022,000

Výsledné ocenění podniku ABC, s.r.o. je provedeno výnosovými metodami *DCF Entity*, *DCF Equity* a metodou kapitalizovaných zisků. Pro modely *DCF* byly finanční toky rozčleněny do dvou fází, na období 2010 – 2012, a na období od roku 2013. Jelikož je oceňovaná firma ABC, s.r.o. firmou cyklického odvětví, jsou pro ocenění modelovány tři možné scénáře vývoje tržeb a tedy peněžních toků – pesimistický, střední a optimistický. Pro každý tento scénář jsou také stanoveny náklady kapitálu. Pomocí přiřazených pravděpodobností (pro pesimistický scénář 0,25, pro střední scénář 0,5 a pro optimistický scénář 0,25) byly zjištěny výsledné hodnoty ocenění. Jelikož je firma ABC, s.r.o. firmou nezadluženou, modelované finanční toky i náklady kapitálu byly shodné, jak pro ocenění metody *DCF Entity*, tak pro ocenění metodou *DCF Equity*. Tedy hodnota firmy jak pro vlastníky, tak pro věřitele je stejná. Obě získané hodnoty oceňují současný výnosový potenciál podniku a zachycují také růstové příležitosti v budoucnu. Střední hodnota ocenění metodami DCF je ve výši **831 616 176 Kč**.

Model kapitalizovaných zisků, který nepracuje s možnými scénáři vývoje a který je založen pouze na minulých datech, je zaměřen na ocenění pouze vlastního kapitálu podniku. Pomocí metody kapitalizovaných zisků je tedy zjištěno ocenění současného potenciálu firmy, které nezachycuje budoucí růstové příležitosti. Metoda se od dalších použitých liší také ve stanovení nákladu na kapitál a to v tom, že diskontní míra je kalkulována na základě stálých cen, tedy je očištěna o vliv dlouhodobé inflace. Taktéž upravené výsledky hospodaření jsou přepočítány o cenové indexy do stálých cen roku 2009. Jedná se o nejnížší hranici ocenění, která je k 1. 1. 2010 ve výši **818 380 619 Kč**.

Účetní hodnota celkového kapitálu firmy je k datu 31. 12. 2009 (tj. k 1. 1. 2010) ve výši 447 189,000 tis. Kč. Účetní hodnota vlastního kapitálu je dle rozvahy rovněž k datu 31. 12. 2009 (tj. K 1. 1. 2010) ve výši 329 022,000 tis. Kč.

Výsledky všech použitých metod ukázaly, že podnik ABC, s.r.o. má tržní ocenění vyšší než účetní. Závěrem lze tedy říci, že celková hodnota společnosti by se měla pohybovat v rozmezí od 447 189,000 tis. Kč do 831 616,176 tis. Kč.

5 Závěr

Diplomová práce byla zaměřena na ocenění firmy cyklického odvětví. Oceňovaným podnikem v této práci byla stavební firma ABC, s.r.o., která je zaměřena na pozemní a dopravní stavitelství.

Úvodní část práce byla zaměřena na teoretická východiska oceňování, jakožto na celkový postup ocenění. Byl teoreticky popsán sběr vstupních dat, strategická analýza, finanční analýza, SWOT analýza a sestavení finančního plánu. Druhá část úvodní kapitoly je věnována obecnému popisu metod oceňování a detailnímu popisu vybraných výnosových metod.

V následující kapitole byly vysvětleny pojmy hospodářský cyklus a cyklické odvětví. Pozornost byla také věnována zvláštnostem týkajících se ocenění firmy cyklického odvětví. Následně byl analyzován vývoj stavebního průmyslu v České republice, jehož součástí je oceňovaný podnik, a rovněž zde byl představen podnik ABC, s.r.o. Součástí kapitoly je také provedená strategická, finanční a SWOT analýza. Strategická analýza byla provedena na vnější prostředí, kde byly analyzovány faktory ovlivňující firmu z makroekonomického prostředí, konkrétně hrubý domácí produkt, inflace, úrokové sazby a fiskální politika státu. Dále strategická analýza byla vztažena na vnitřní prostředí firmy, kdy byl stanoven tržní podíl firmy a tempo růstu tržeb a kdy byly zhodnoceny faktory odběratelé, konkurence, management podniku, vize společnosti a personál podniku. Výsledkem strategické analýzy je prognóza tržeb. Budoucí tržby byly pro účely ocenění firmy cyklického odvětví konstruovány pomocí prognózy vývoje hrubého domácího produktu. Na základě údajů o tržbách a hrubém domácím produktu v letech 1996 – 2009 byla provedena regresní analýza, jejíž výsledkem byla regresní rovnice vyjadřující závislost tržeb firmy ABC, s.r.o. na vývoji HDP. Byly vytvořeny tři scénáře možného vývoje HDP – pesimistický, střední a optimistický. Pro každý tento scénář byly odhadnuty tržby firmy ABC, s.r.o. V rámci finanční analýzy byla provedena analýza absolutních ukazatelů a vybraných poměrových ukazatelů rentability, likvidity, zadluženosti a aktivity, včetně pyramidového rozkladu ukazatele rentability vlastního kapitálu a souhrnného ukazatele hodnocení finanční úrovně indexu IN. Shrnutí výsledků strategické a finanční analýzy bylo provedeno pomocí SWOT analýzy.

Výsledné ocenění společnosti ABC, s.r.o. bylo provedeno v kapitole zaměřené na ocenění společnosti vybranými metodami a jejich komparaci. Východiskem pro ocenění bylo sestavení finančního plánu, který navazoval na dílčí plány generátorů hodnoty. Finanční plány byly sestaveny tři, pro tři možné scénáře vývoje tržeb, na období 2010 – 2013 a byly tvořeny rozvahou, výkazem zisku a ztrát a výkazem o peněžních tocích. Vybranými metodami pro

ocenění byly metody výnosové *DCF Entity*, *DCF Equity* a metoda kapitalizovaných zisků. Pro modely *DCF* byly vymezeny budoucí finanční toky pro všechny scénáře a stanoveny náklady kapitálu pomocí stavebnicové metody rovněž pro všechny scénáře možného vývoje tržeb. Model finančních toků je rozdělen na dvě fáze, fáze první je tvořena třemi roky 2010 – 2012, druhá fáze, pro kterou jsou finanční toky modelovány jako nekonečná perpetuita, je vztažena od roku 2013. Jelikož je firma ABC, s.r.o. nezadluženým podnikem, hodnoty firmy stanovené k 1. 1. 2010 pomocí metod *DCF Entity* a *DCF Equity* jsou shodné ve výši 831 616 176 Kč. Výsledná hodnota byla stanovena pomocí tří hodnot, stanovených dle tří scénářů možného vývoje tržeb, kterým byla přiřazena pravděpodobnost, s jakou nastanou.

Na závěr můžeme stanovit horní a dolní hranici, mezi nimiž se prodejní cena podniku má pohybovat. Účetní hodnota celkového kapitálu podniku představuje dolní mez v částce 447 189,000 tis. Kč a horní mez 831 616,176 tis. Kč., která byla vypočítána metodou *DCF Entity*.

V podmínkách České republiky jsou nejpoužívanějšími metodami metody výnosové. Tyto metody jsou však založeny na kvalitě vstupních informací a na několika vstupních předpokladech, které přinášejí celou řadu problémů. Hlavní komplikací je budoucí vývoj podniku, jenž nelze nikdy přesně určit. Ocenění společnosti v českých podmínkách je silně ovlivněno úsudkem oceňovatele. Různí oceňovatelé mohou dospět k různým výsledkům, neboť neexistuje jednotná metoda, která by zaručila stanovení „skutečné“ tržní hodnoty firmy. Aby bylo ocenění co nejpřesnější, je třeba použít více metod. Samotné stanovení hodnoty firmy má také omezenou platnost. Je-li změněna jedna ze skutečností, na které bylo ocenění založeno, je nezbytné provést ocenění nové, založené na nových informacích.

Seznam použité literatury

a) knihy

DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.

KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha : C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, T.; GOEDHART, M.; WESSELS, D. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 4th ed. Hoboken: Wiley, 2005. xviii, 742 s. ISBN 0-471-70221-8.

MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍKOVÁ, P.; MAŘÍK, M. *Moderní metody hodnocení výkonnosti podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2001. 70 s. ISBN 80-86119-36-X.

MLČOCH, J. *Oceňování podniku*. 1. vyd. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.

VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-2.

ZMEŠKAL, Z.; DLUHOŠOVÁ, D.; TICHÝ, T. *Finanční modely*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

b) internetové odkazy

ČNB, *ARAD – databáze časových řad*. [online]. [cit. 2011-06-02]. Dostupné z <http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_KOREN>

ČSÚ, *Stavebnictví – časové řady*. [online]. [cit. 2011-28-01]. Dostupné z <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/sta_cr/>

JUSTICE, *Výroční zprávy firmy ABC, s.r.o.*. [online]. [cit. 2011-16-02]. Dostupné z <<http://www.justice.cz/xqw/xervlet/insl/index?sysinf.@typ=sbirka&sysinf.@strana=documentList&vypisListin.@cEkSub=160907&sysinf.klic=4d7385e6c0a66d620392586c0060c475&sysinf.spis.@oddil=C&sysinf.spis.@vlozka=8072&sysinf.spis.@soud=Krajsk%FDm%20soudem%20v%20Ostrav%EC&sysinf.platnost=04.04.2011>>

MPO, *Stavebnictví (statistiky, evropské předpisy a další)*. [online]. [cit. 2011-10-02]. Dostupné z <<http://www.mpo.cz/cz/prumysl-a-stavebnictvi/stavebnictvi/>>

PEOPLE.FEW.EUR, *The valuation of cyclical companies*. [online]. [cit. 2011-26-01]. Dostupné z <<http://people.few.eur.nl/steenbeek/papers/cyclicals.pdf>>

MF ČR, *Makroekonomická predikce*. [online]. [cit. 2011-23-01]. Dostupné z <http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html>

c) zákonná úprava

Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku

Zákon č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku

Seznam zkratk

A	Aktiva
APM	Arbitrážní model oceňování
BU	Bankovní úvěry
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
D	Daňová sazba
DCF	Diskontované peněžní toky
DZ	Dlouhodobé závazky
EAR	Nerozdělený zisk
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úroky a daněmi
EBT	Zisk před zdaněním
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volné peněžní toky
FCFD	Volný peněžní tok pro věřitele
FCFE	Volný peněžní tok pro vlastníky
FCFF	Volný peněžní tok pro věřitele a vlastníky
HDP	Hrubý domácí produkt
INV	Investice
KS PP	Konečný stav peněžních prostředků
KZ	Krátkodobé závazky
MVA	Tržní přidaná hodnota
NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	Zisk z operační činnosti po dani
OA	Oběžná aktiva
OBL	Obligace
ODP	Odpisy
P	Pasiva
PH	Pokračující hodnota
PN	Provozní náklady
PP	Peněžní prostředky
PS PP	Počáteční stav peněžních prostředků
PZ	Podíl na zisku
PZM	Provozní zisková marže
R	Náklady kapitálu
RD	Náklady na cizí kapitál
RE	Náklady na vlastní kapitál
RF	Rezervní fond
R _F	Bezriziková přírážka
R _{finstab.}	Riziková přírážka finanční stability

R_{LA}	Riziková přírážka za velikost podniku
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
$R_{podn.}$	Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
SA	Stálá aktiva
SPL	Splátky
TR	Tržby
Ú	Placené úroky
UC	Užití celkem
UHV	Upravený hospodářský výsledek
ÚV	Úvěr
UZ	Úplatné zdroje
V	Hodnota firmy
VHB	Výsledek hospodaření minulých let
VZZ	Výkaz zisku a ztráty
WACC	Průměrné náklady celkového kapitálu
$WACC_D$	Průměrné náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
$WACC_u$	Průměrné náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
XL	Likvidita průmyslu
Z	Trvale udržitelný zisk
ZC	Zdroje celkem
ZK	Základní kapitál

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

Příloha č. 1: Rozvaha a výkaz zisku a ztrát společnosti ABC, s.r.o. v letech 2004 – 2009

Příloha č. 2: Vertikální a horizontální analýzy firmy ABC, s.r.o.

Příloha č. 3: Výpočet vybraných poměrových ukazatelů společnosti ABC, s.r.o.

Příloha č. 4: Pyramidový rozklad ukazatele ROE

Příloha č. 5: Výpočet souhrnného indexu IN

Příloha č. 6: Finanční plán firmy ABC, s.r.o. pro pesimistický a optimistický scénář

